

# DOCUMENTOS DE ECONOMÍA

## La Emisión como Instrumento Anticíclico el Caso Colombiano

Helena Villamizar García Herreros



Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas

Nº7

Septiembre de 2003

## Departamento de Economía

Colección: Documentos de Economía  
ISBN 958 683550-2

La Emisión como  
Instrumento Anticíclico  
el Caso Colombiano  
ISBN 958683637-1



ISBN 958683637-1

**HELENA VILLAMIZAR GARCIA HERREROS**

Candidata a Doctorado en Economía de la Universidad de  
Paris I. Panteón Sorbona  
Economista de la Universidad de Los Andes  
Profesora de cátedra del Departamento de Economía,  
Pontificia Universidad Javeriana.

Calle 40 No. 6-23 piso 7

Teléfono 571-3208320

extensiones 5174, 5180

Fax: 571-2857289

[helenavillamizar@yahoo.com](mailto:helenavillamizar@yahoo.com)



**PONTIFICIA UNIVERSIDAD JAVERIANA  
FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS Y ADMINISTRATIVAS  
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA**

**LA EMISION COMO INSTRUMENTO ANTICICLICO  
EL CASO COLOMBIANO**

Por: Helena Villamizar García Herreros

Bogotá, Septiembre de 2003

## **PRESENTACIÓN**

Presentamos un nuevo número de “Documentos de Economía” que contiene el trabajo de la Doctora Helena Villamizar, Profesora de Cátedra de la Carrera de Economía y distinguida ex - funcionaria del Banco de la República, sobre la política monetaria en Colombia. Aquí se aborda uno de los temas más importantes de la política económica: el uso de la política monetaria y, en particular de la emisión monetaria, como instrumento promotor de expansión económica o de control inflacionario.

La relación de política monetaria con el comportamiento de la economía es considerada en todos los libros de macroeconomía. Sin embargo, algunos autores cuestionan la eficacia de dicha política para inducir un determinado comportamiento. Cuando el dinero es considerado neutral, en el sentido de no afectar los resultados del sector real, como consecuencia del supuesto de que los agentes económicos son capaces de anticipar las decisiones de política económica y, por lo tanto, contrarrestarlas, la política monetaria no puede ser un instrumento anticíclico eficaz. Por el contrario, si esa anticipación no puede darse y el dinero resulta crucial para que las transacciones económicas se desarrollen eficientemente, como plantean otros autores desde la tradición Keynesiana, la neutralidad del dinero resulta altamente cuestionada.

En su trabajo, la Dra. Villamizar se mueve en el uso de la política monetaria como instrumento anticíclico. Se refiere a la necesidad del usar el crédito del Banco Central al Gobierno, para lograr que en épocas recesivas, ocasionadas por variables o choques internos o externos, la economía pueda resurgir como consecuencia de un oportuno estímulo monetario; caso contrario, en épocas expansivas, que pudieran derivar en situaciones inflacionarias, una oportuna contracción de dicho crédito podría mantener en línea el comportamiento de los precios. Para sostener su argumento la autora revisa la historia macroeconómica colombiana de los últimos treinta años, en particular, sus aspectos monetarios.

Ciertamente estos temas ameritan un debate académico, teórico, conceptual y estadísticamente sustentado, desde las diversas perspectivas que la Ciencia Económica pueda plantear. La Academia no debe, necesariamente, tomar partido por alguna de las diversas posiciones en el debate. Su responsabilidad es, fundamentalmente, propiciarlo para contribuir al esclarecimiento de los temas.

Al entregar este Documento a los diversos interesados en el tema, deseamos contribuir al debate económico con la esperanza de que encontrando – o manteniendo – la posición más adecuada, Colombia alcance una senda de crecimiento elevado y sostenido en beneficio de las grandes mayorías de la población colombiana.

Bogotá, septiembre de 2003  
Guillermo Galán Correa  
Decano Académico

## **TABLA DE CONTENIDO**

	Páginas
LA EMISIÓN COMO INSTRUMENTO ANTICICLO EL CASO COLOMBIANO	4
I. ALGUNOS INDICADORES MACROECONÓMICOS	6
II. EL PAPEL DEL DINERO ARGUMENTOS TEORICOS A FAVOR LA DE EMISIÓN	21
A. Interpretación del dinero en el pensamiento keynesiano	
B. Importancia de la tasa de interés	
C. Remedios a la crisis	
III. PRINCIPALES CRITICAS A LA EMISION DIRECTA AL GOBIERNO	33
A. Los efectos dinámicos del financiamiento del déficit fiscal	
B. Independencia de la oferta y demanda de dinero e independencia de los mercados real y monetario	
IV. LA EMISION EN LOS OCHENTA	53
V. CONCLUSIONES	62
BIBLIOGRAFÍA	69
ANEXOS	72

## **LA EMISION COMO INSTRUMENTO ANTICICLICO EL CASO COLOMBIANO**

Durante los años ochenta, época marcada por una de las peores crisis experimentadas por América Latina, la economía colombiana se distinguió no sólo por haber presentado el mayor crecimiento de la región<sup>1</sup>, sino porque en contraste con casi todas las demás economías no experimentó reducción en su PIB durante todo el período. Pero además, y lo que es muy importante, porque al finalizar la década exhibía un claro equilibrio macroeconómico. De hecho, su comportamiento durante los dos decenios anteriores la hizo acreedora al prestigio de ser una de las economías menos volátiles del mundo en desarrollo.

La actual coyuntura, en que la crisis latinoamericana parece estar reeditándose, presenta notables diferencias para Colombia con la de hace apenas algo más de una década. Lejos están los días en que esta se consideraba una de las economías más estables del mundo en desarrollo. Pese a exhibir hoy un nivel de inflación sustancialmente inferior al de hace dos décadas, sería muy difícil afirmar que la situación fiscal y cambiaria se encuentran despejadas

¿Cuáles son los rasgos que distinguen estos dos períodos de nuestra historia reciente, qué factores hicieron posible el ajuste de la economía colombiana y su rápida recuperación en los ochenta y qué ha pasado en estos años, cuando pese a adoptar políticas de ajuste severas, el desequilibrio interno muestra clara tendencia a pronunciarse y el crecimiento ha brillado por su ausencia, con la excepción del reciente episodio de recuperación del primer trimestre de este año? <sup>2</sup> Una de las respuestas más importantes reside naturalmente en las disímiles políticas económicas adoptadas en los dos períodos y en particular en los instrumentos utilizados para el ajuste macroeconómico.

---

<sup>1</sup> Con excepción de Cuba cuya contabilidad es diferente, de Bahamas y de algunas islas muy pequeñas en el Caribe. Véase cuadro anexo # 8

<sup>2</sup> Estas líneas se escribieron con anterioridad a la publicación de las cifras del PIB del primer trimestre de 2003 que registraron un crecimiento de 3.8% por lo cual sólo se refieren marginalmente a este hecho.

Las siguientes páginas se centran en la discusión de algunos de los argumentos frecuentemente esgrimidos en contra de una de las políticas que fue utilizada intensivamente durante la crisis de los ochenta, *la emisión monetaria como instrumento anticíclico*, a partir de algunos elementos teóricos así como de la evidencia brindada por la economía colombiana en dichos años. Con tal fin el artículo se ha dividido en cinco partes. En la primera se presentan algunos indicadores de la economía colombiana y su evolución en los últimos veinte años, los cuales ilustran la tendencia al desequilibrio de la última década. En la segunda, se plantean algunos elementos teóricos sobre la teoría de las crisis y el rol de la emisión como política anticíclica; en la tercera sección se discuten algunas de las críticas a la propuesta hecha por algunos economistas, de utilización del poder de creación de poder adquisitivo por parte del Banco del República con propósitos de reactivación de la economía y de reducir el peso del servicio de la deuda pública<sup>3</sup>. En la cuarta sección se presenta una interpretación de los resultados de la emisión en los años ochenta, cuya lectura difiere de la de los críticos señalados y, por último, se incluyen unas conclusiones

---

<sup>3</sup> Diversos autores han propuesto la utilización de este instrumento. Entre ellos, Mauricio Cabrera y Jorge Iván González, Cesar Giraldo, Javier Fernández, Cesar González. En este escrito principalmente se hace referencia a los dos primeros, cuyo estudio “El desmanejo de la deuda pública”, preparado para la Contraloría General de la República, fue objeto de un agudo debate en la Universidad de los Andes. Un resumen del estudio fue publicado por la Contraloría en la revista Economía Colombiana y Coyuntura Política, de diciembre de 2000.

## **I. ALGUNOS INDICADORES MACROECONÓMICOS COLOMBIANOS**

Durante las décadas del 50 ,60 y 70 la economía colombiana registró crecimientos anuales en promedio de 4,7%; 5.2%, 5.5% respectivamente; si bien estas tasas resultan insuficientes para los fines del desarrollo, frente a los resultados exhibidos en la década de los noventa (2.7%) y en especial durante los últimos cinco años (0,4%), aquellas resultan envidiables (gráfico 1)

Por su parte, el desempleo, que en los peores años de la crisis de los ochenta se situó en promedio en 12%<sup>4</sup> y al finalizar la década en 9%, presentó un descenso hasta situarse en 7.6% en 1994 fruto de un crecimiento artificial y desequilibrado de la economía, basado en políticas que introdujeron graves problemas de largo plazo cuyo análisis escapa al marco del presente escrito. A partir de allí el desempleo inicia una marcada tendencia creciente alcanzando 15% en septiembre de 1998 y tan sólo un año más tarde 20.1%, tasa inédita en la historia económica nacional; en el 2000 se situó en 20.5%. Si bien esta variable se ha reducido, se mantiene en cifras verdaderamente críticas para una economía en desarrollo. (Gráfico 2)<sup>5</sup>

Supera el propósito de este escrito explicar las razones de estas fundamentales pérdidas de crecimiento y empleo pero no es posible soslayar el hecho de que el país experimentó un verdadero cambio de modelo denominado por sus propios gestores “el revolcón”, cuyas reformas adoptadas a principios de los noventa tienen mucho que explicar en dichas transformaciones de la economía colombiana, las cuales están muy lejos de alcanzar el paraíso que se ofrecía. Al parecer las tasas de desempleo estructural son mucho más elevadas que en el pasado y el ritmo “natural” de crecimiento de la economía se redujo sustancialmente. Sin duda los resultados entre el modelo económico aplicado en uno y otro periodo, sin que el primero constituyese la panacea, son muy distantes en términos del crecimiento y de las menores tasas

---

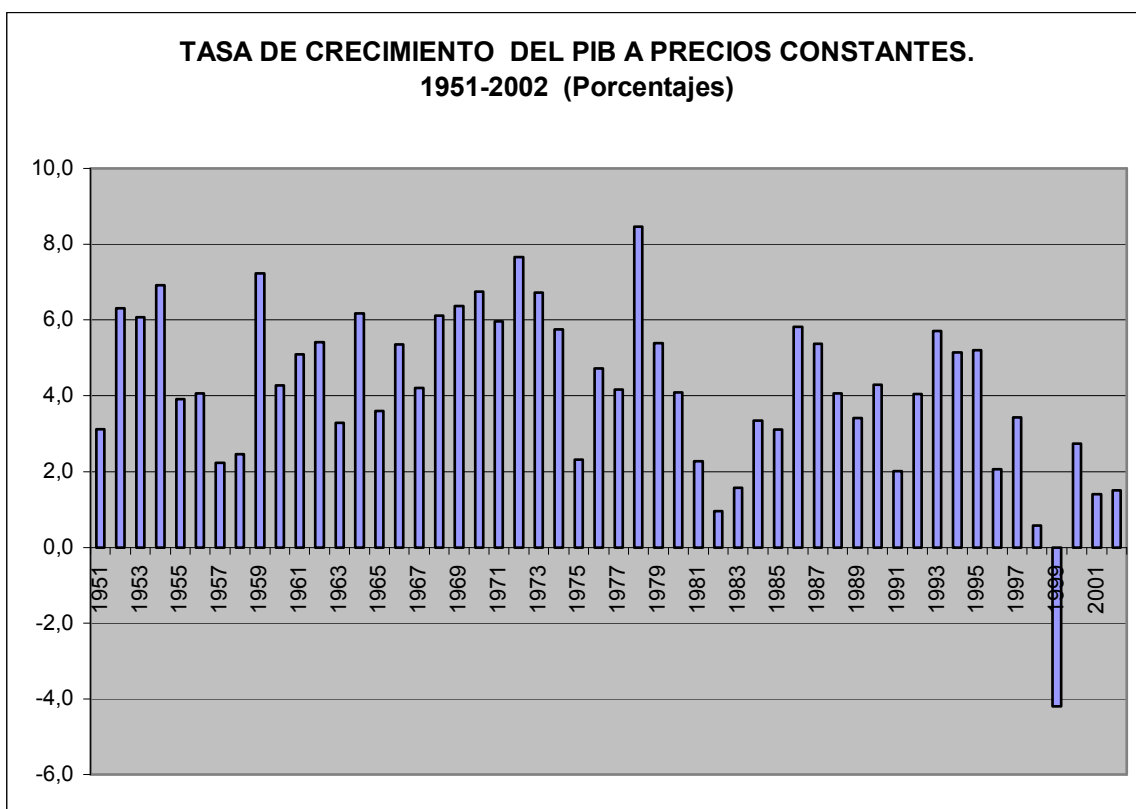
<sup>4</sup> Se refiere al promedio simple del desempleo en le mes de septiembre en las siete principales ciudades del período 1982-85

<sup>5</sup> La modificación dela metodología de medición del desempleo por parte del DANE explica parte de la reducción.



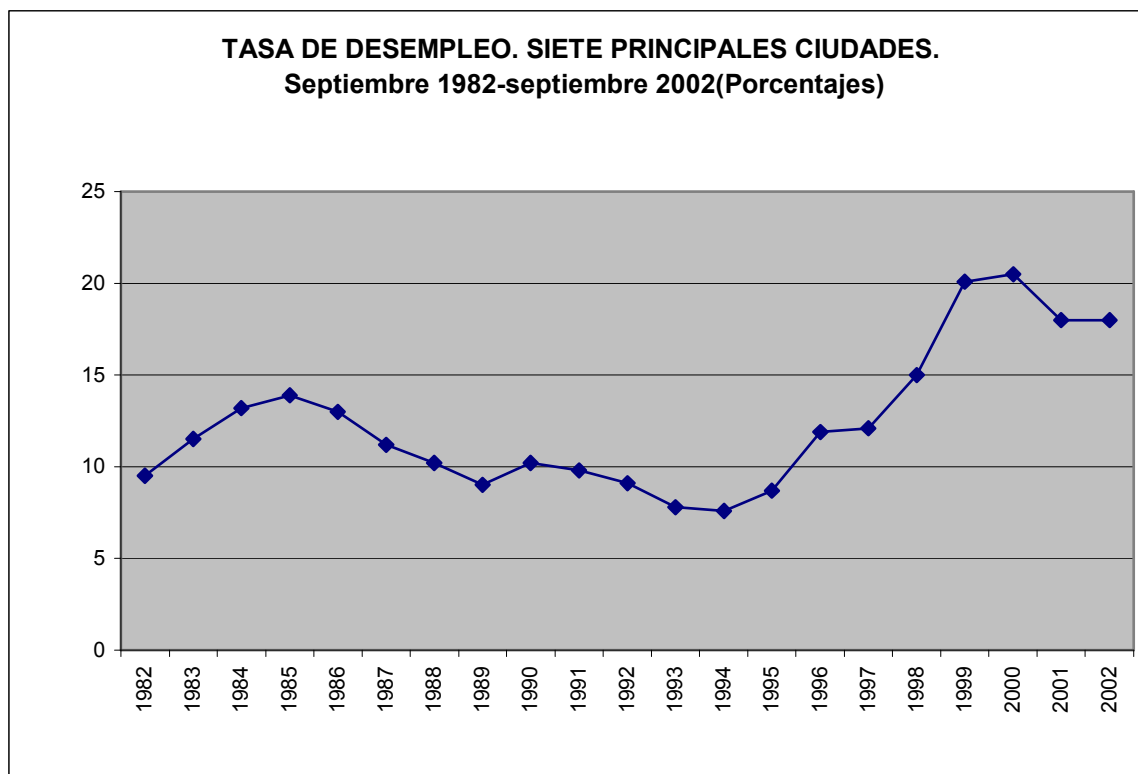
de desempleo que caracterizaron al primero, aún en los peores años de la crisis de la deuda latinoamericana, como se anotó.

Gráfico 1



Fuente: DANE y Banco de la República: Principales Indicadores económicos 1923-1997

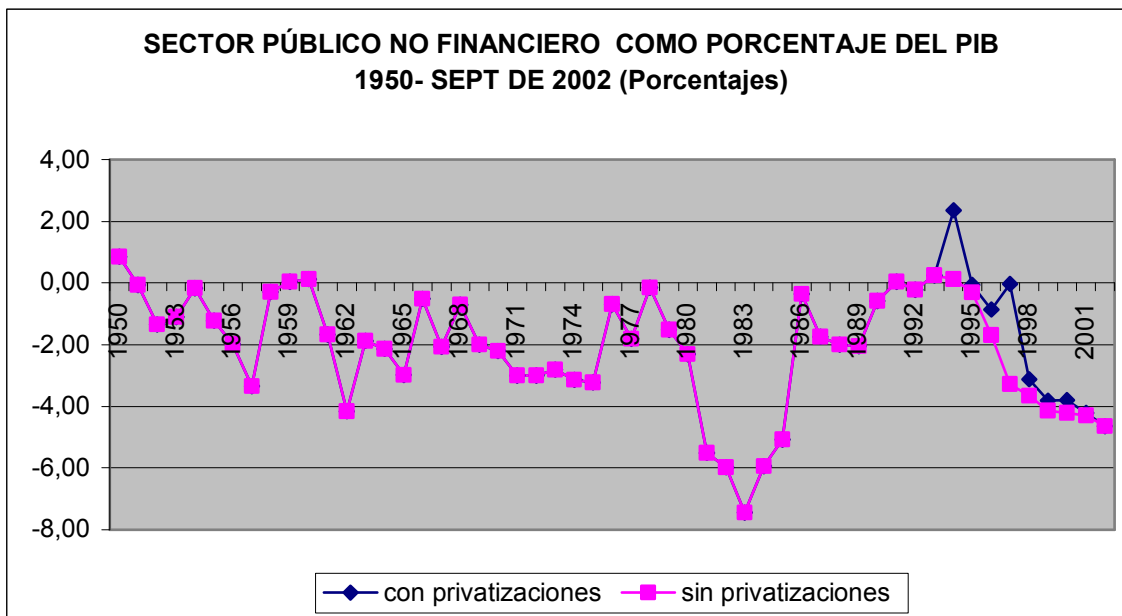
Gráfico 2



Fuente: Banco de la República

El gráfico 3 presenta la evolución de las cuentas fiscales entre 1950-2001. Es claro allí como el país vivía una situación de desequilibrio fiscal estructural. La existencia de déficit en las finanzas públicas casi era la norma; con contadas excepciones, durante los años cincuenta, sesenta y setenta lo general era la presencia de dichos déficit para cuyo financiamiento se contaba con la emisión.

Gráfico 3



Fuente: Banco de la República. [www.banrep.gov.co](http://www.banrep.gov.co)

A fines de la década de los ochenta ya el país gozaba de equilibrio interno, situación que se modifica ostensiblemente a partir de 1995 y que no ha sido superada, pese a esfuerzos de reducción del déficit fiscal con políticas que a la luz de sus resultados han tenido consecuencias adversas. Varias reformas tributarias fueron insuficientes. En efecto, el déficit del sector público consolidado aumentó de 3.2% del PIB en el 2001 a 3.6% en el 2002.<sup>6</sup> Similar evolución mostró el correspondiente al gobierno central al pasar de 5.7% a 6.3% del PIB en el mismo período. En el primer trimestre de este año igualmente el déficit se amplió frente a igual período del 2002 al pasar de -1.1% al -1,7% del PIB<sup>7</sup>. Pese a estos resultados, el país enfrenta un proyecto gubernamental de congelamiento de gasto público a través de la vía de un referendo,

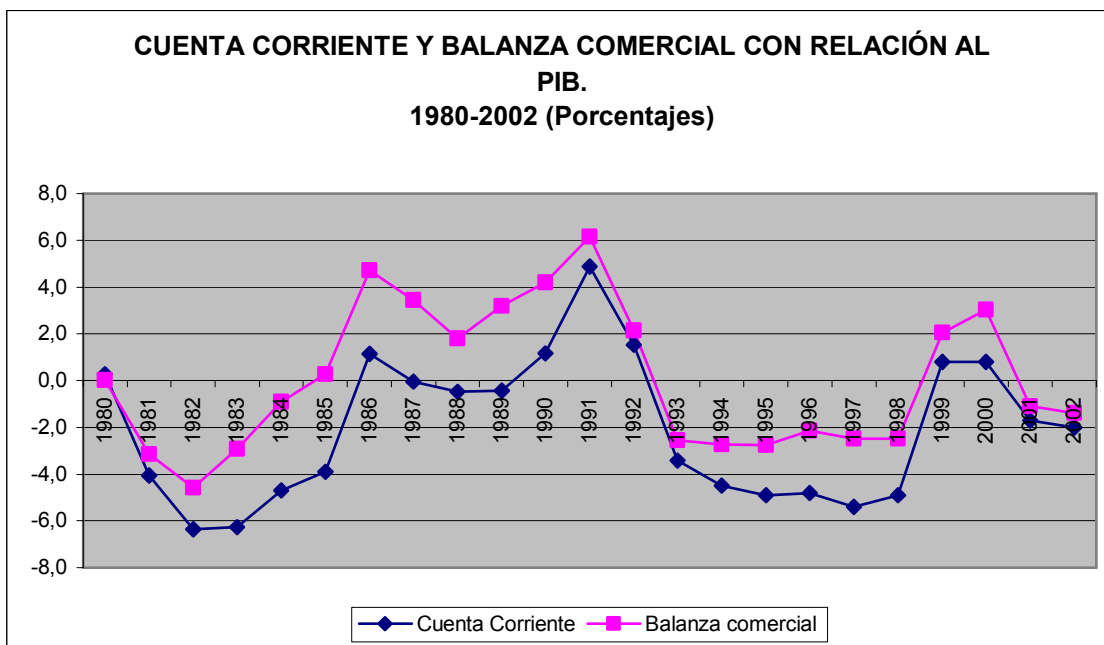
<sup>6</sup> Corresponde al sector público consolidado el cual contempla el traslado de utilidades del Banco de la República y de Fogafin, el costo de la reestructuración financiera y ajustes. A su vez el déficit del sector público no financiero pasó de 3.7% a 4 puntos del PIB. Véase Banco de la República, Informe de la junta directiva al congreso, marzo de 2003, Pág.28

<sup>7</sup> Documento CONFIS 03-2003 y asesores 04/2003.

cuyos resultados, o el de las políticas de un Plan B anunciado, sólo pronunciarán los desequilibrios.

Las cuentas externas, por su parte, registran un comportamiento típico de un país en desarrollo, caracterizado por la elevada volatilidad, afectada a su vez por la inestabilidad de precios de los productos primarios de exportación de estos países. En 1982 -84, época en que se producen los efectos más severos de la crisis latinoamericana, el sector externo registra un elevado déficit de cuenta corriente de más de seis puntos del PIB. Posteriormente este registra una notable mejoría y a inicios de los noventa ya el país exhibía equilibrio externo, el cual se amplía en los dos primeros años del decenio, pero a partir de allí se observa una tendencia estructural al deterioro de la balanza comercial y en cuenta corriente que puede atribuirse al nuevo modelo de desarrollo.

Gráfico 4



Fuente: Banco de la República. Principales Indicadores Económicos 1923-1997; Informes en la página [www.banrep.gov.co](http://www.banrep.gov.co) y para los tres últimos años: Informe de la Junta Directiva al congreso de la República, marzo de 2003

Pese a todas las reformas, cuyo interés explícito era la apertura de la economía para exportar, el resultado fue exactamente el opuesto; es decir, la generación de un amplio y creciente déficit exterior a tal punto que este llegó a alcanzar el 5,4% del PIB en 1997, cifra que no presenta gran diferencia con la obtenida en los años más álgido de la crisis de los ochenta. Durante 1999 y el 2000 la cuenta corriente registró superávit, consecuencia de la profunda recesión el primero de estos años y de la débil demanda interna el segundo año. Este resultado se modifica en el 2001 con déficit exterior de 1.7% del PIB con clara tendencia a ampliarse. Para el 2003 el Banco de la República estima un desequilibrio en cuenta corriente de 2.1% del PIB.

Paralelamente la situación de la deuda pública muestra un marcado deterioro en especial en los últimos seis años. Como se observa en el gráfico 5, durante el período 1923- 1990, con las notables excepciones de 1933 y 1935, la deuda pública del gobierno nacional se mantuvo en niveles inferiores al 20% del PIB, En los últimos años se produce una explosión de esta, a tal extremo que en el muy corto período de 1997 a 2002 el peso del endeudamiento público con respecto al PIB había casi quintuplicado el valor de este indicador en los más de setenta años precedentes, de 11.5% en promedio entre 1923 y 1996. Aún si se compara con los años más críticos en materia de endeudamiento como fueron los citados del período de la crisis de los años treinta, el peso de la deuda hoy más que duplica holgadamente aquellos índices como puede observarse en los gráficos 5 y 6.

Según un estudio del Banco de la República la deuda total creció a la tasa de 31.6% entre 1997 y 2001, ampliando su peso con respecto al PIB en 34 puntos<sup>8</sup>. Tal resultado está claramente afectado por el muy pobre o nulo crecimiento del PIB durante estos años, por la devaluación y por el pago de intereses, cuyo crecimiento superó ostensiblemente el correspondiente al PIB en lo que comúnmente se considera una situación insostenible.

---

<sup>8</sup> Lozano Luis Ignacio, “Dinámica y características de la deuda pública en Colombia”, Banco de la república, Cuadernos de economía #211, junio de 2002. Estas cifras no incluyen pasivos contingentes pero si los bonos pensionales emitidos por el gobierno nacional a personas naturales que se trasladaron del régimen pensional con la Ley 100 de 1993

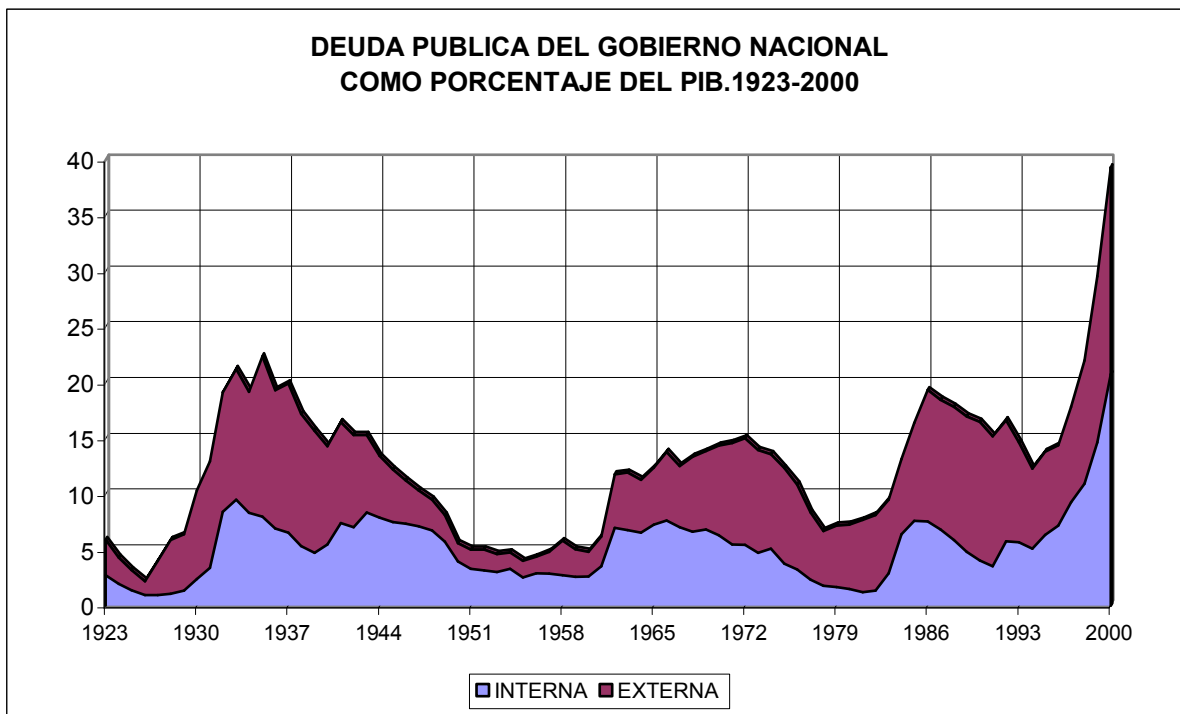
Por su parte, el crecimiento de la deuda correspondiente al gobierno nacional de 45.8% en promedio, resulta aún más preocupante. Como anota la Contraloría General de la República, la deuda pública ha incrementado peligrosamente y los programas de ajuste con el FMI no han representado solución; por el contrario, los desequilibrios se han ampliado desde la aplicación de dichos programas. En el Acuerdo correspondiente al año 1999 por ejemplo, las proyecciones para el 2002 fueron: saldo de la deuda pública de 34% del PIB frente a resultado de 55%, crecimiento de 4.8% del PIB y resultado de 1.6%; déficit del sector público combinado de 1.3% del PIB y resultado de 3.6%.<sup>9</sup> Los resultados son elocuentes sobre la ineffectividad de las medidas contempladas en este tipo de ajuste para restaurar el crecimiento y la estabilidad macroeconómica. Sus consecuencias a la luz de los hechos han sido muy nocivas y demuestran a cabalidad lo que diversos autores con base en supuestos teóricos más realistas prevén en la aplicación de dichos programas.<sup>10</sup>

---

<sup>9</sup> Contraloría General de la república, “Evaluación de los acuerdos Colombia-FMI 1999-2003”, Análisis sectorial y de políticas públicas, Informe 4, cuadro1, Pág.16 en [www.contraloriagen.gov.co](http://www.contraloriagen.gov.co)

<sup>10</sup> Respecto a los supuestos teóricos de los programas de ajuste véase: Fanelli José María, Frenkel Roberto y, Rozenwurcel Guillermo, “Crecimiento y reforma estructural en América latina. La situación actual” en: ¿A dónde va América latina? Balance de las Reformas económicas; compilador Joaquín Vial, Corporación de investigaciones económicas para Latinoamérica, CIEPLAN, julio 1992; Stiglitz Joseph E, “El malestar en la globalización”, Taurus, Bogotá, 2002; Dornbusch Rudiger, “De la estabilización al crecimiento en América Latina”, Fernando de Holanda Barbosa, Rudiger Dornbush y Mario Enrique Simonsen (Editores). Centro Internacional para el Desarrollo económico, Fundación Getulio Vargas, 1992 y Villamizar Helena, “Elementos para el análisis de los programas de ajuste” Cuadernos de Economía volumen XI #16, segundo semestre de 1991, Bogotá, Colombia

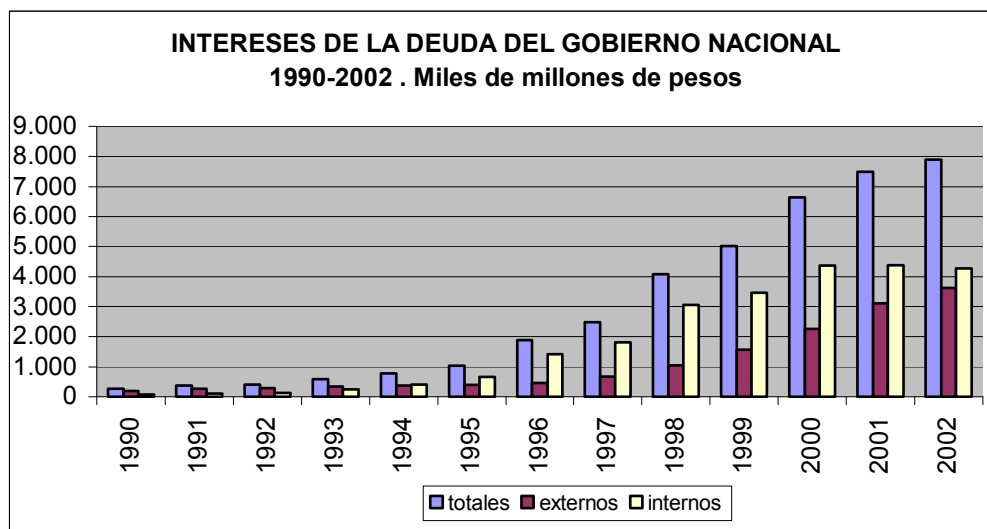
Gráfico 5



Fuente: tomado de Alvaro Montenegro basado en cifras de la Contraloría General de la República

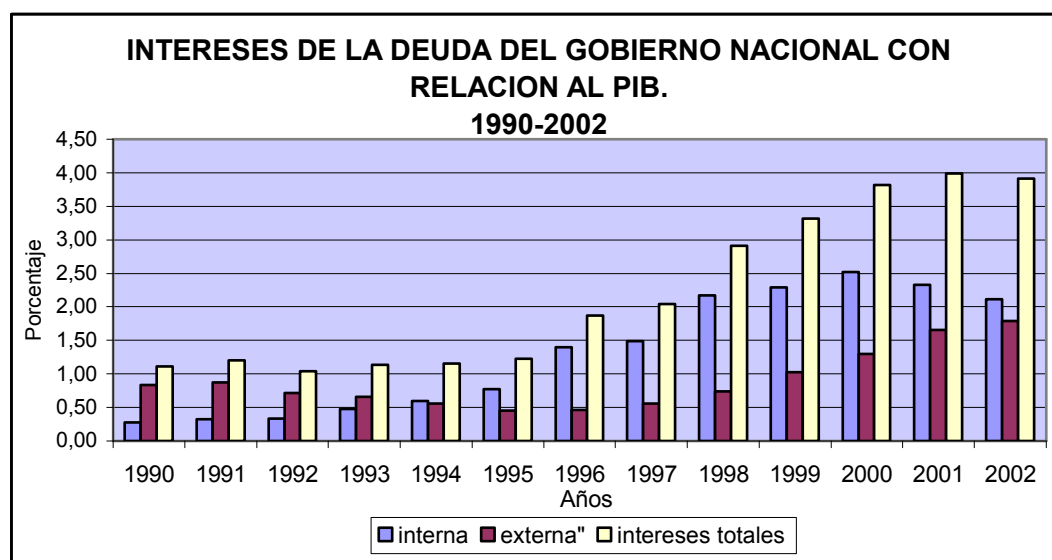
Dicha trayectoria de la deuda pública se ha traducido en la ostensible ampliación experimentada por los intereses de la deuda del gobierno nacional en los últimos años, tanto en términos nominales como en relación con el PIB. Estos pasaron de representar menos del 0,3% en 1990 a la preocupante cifra de casi cuatro puntos del PIB en el corto término de una década. (Gráficos 6 y 7).

Gráfico 6



Fuente: Información Banco de la República, Estudios Económicos

Gráfico 7

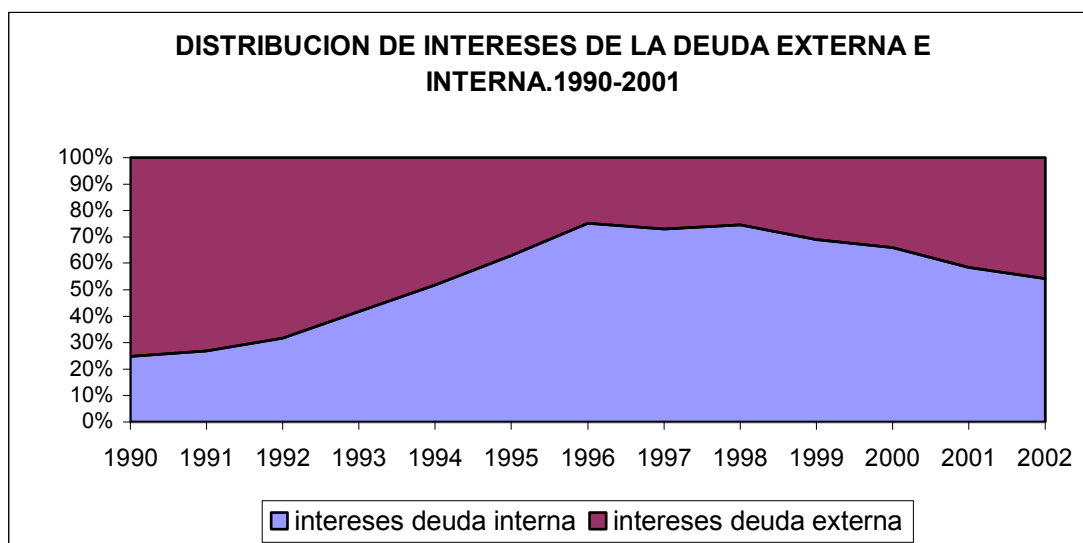


Fuente: Banco de la República, Estudios Económicos, con base en cifras del CONFIS.



Particularmente acentuado fue el crecimiento de los intereses de las obligaciones internas debido al marcado incremento en la participación de estos últimos, comportamiento que se explica en una política deliberada de sustitución de deuda pública externa por interna en el primer quinquenio de los noventa, cuyo fin fue compensar los efectos monetarios de la abundancia de divisas originada en los cambios en la orientación de los flujos de capitales hacia mercados emergentes <sup>11</sup> (Gráfico 8). Tal cambio a su vez se originó en la baja en la tasa de interés de Estados Unidos y fue reforzado por una amnistía cambiaria y una política más laxa frente al endeudamiento privado externo.

Gráfico 8



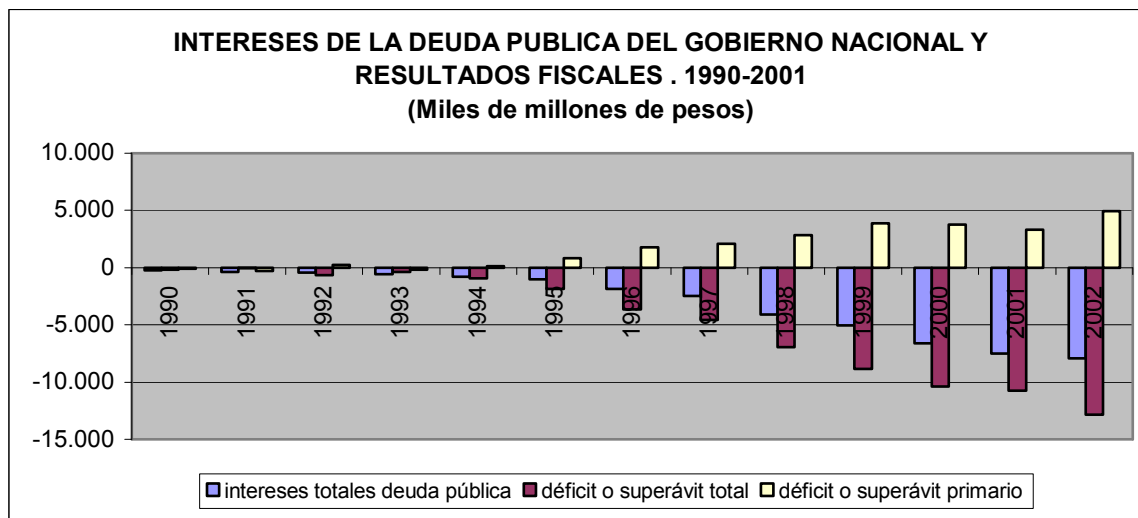
Fuente: Banco de la República, Estudios Económicos con base en cifras del CONFIS.

El elevado peso que tienen los intereses de la deuda pública en el déficit del gobierno central es ilustrado claramente por el gráfico 9 donde se observa como estos gastos explican más de las dos terceras partes del desequilibrio fiscal y además, superan y con tendencia creciente, el balance primario del gobierno central. Por supuesto no son estos los únicos responsables del *creciente desequilibrio fiscal*, que pese a todos los anuncios no sólo persiste sino se agrava. La

<sup>11</sup> González Jorge Iván, “la deuda interna al servicio de la política monetaria” en Crisis fiscal y financiera en América Latina, Tercer Mundo editores, ESAP, Bogotá, julio de 1998

dinámica de los programas de ajuste, basados, como se anotó, en supuestos irreales, explica este comportamiento

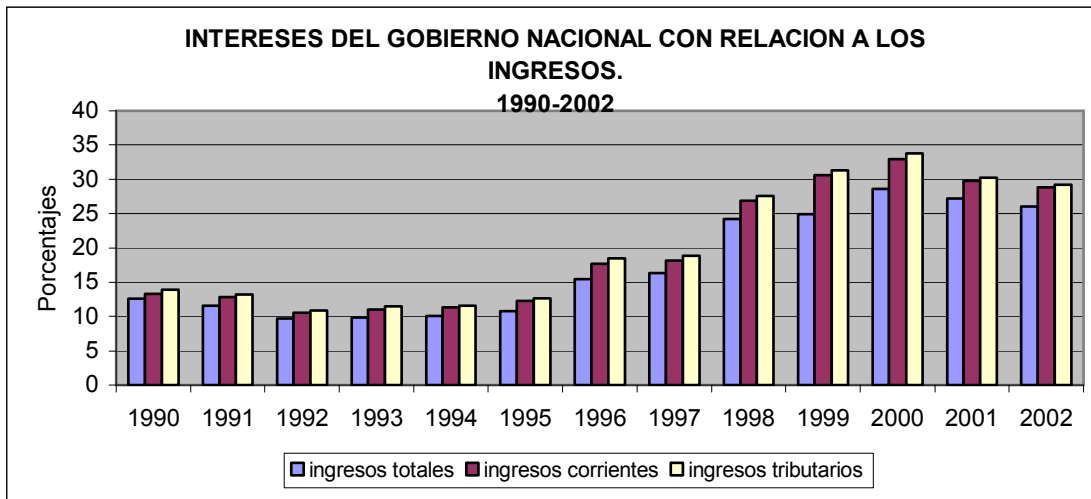
Gráfico 9



Fuente: Información, Banco de la República, Estudios Económicos

Igualmente, otros indicadores dan cuenta del agravamiento de la situación de la deuda pública y la elevada carga que esta ha llegado a representar para la nación. Así, el gráfico 10 muestra la marcada pendiente ascendente que exhibe el pago de intereses con relación a los ingresos totales, corrientes y tributarios del gobierno central. Estos, en efecto, cada día se están “comiendo” una proporción creciente de los ingresos, a tal punto que más de una tercera parte de los ingresos tributarios en el 2002 fueron absorbidos por el pago de intereses, comparados con 13.9 % tan sólo una década antes.

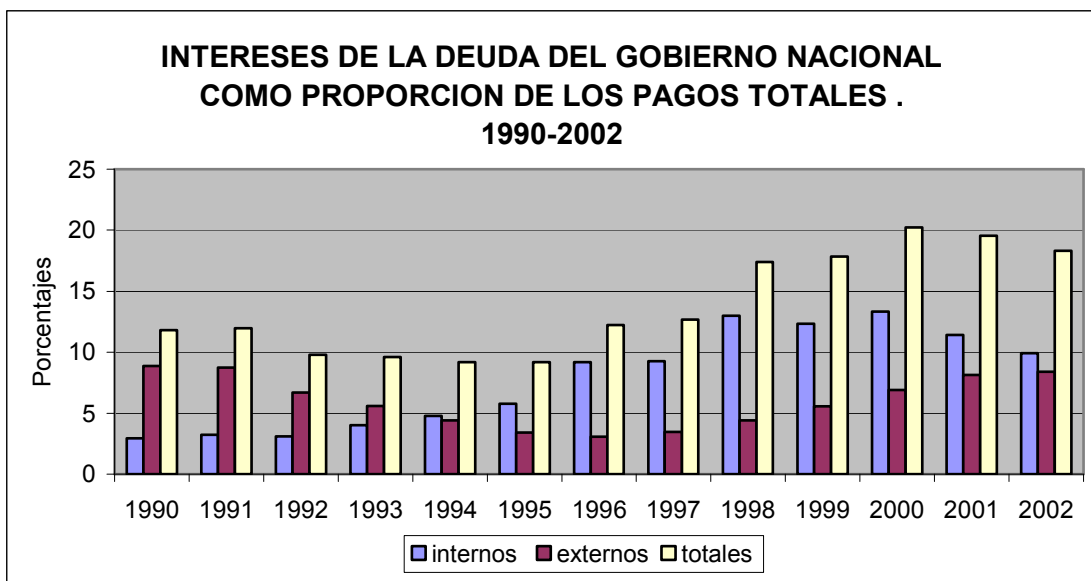
Gráfico 10



Fuente: Banco de la República

Lo mismo puede afirmarse con relación a los pagos totales. Una fracción cada vez mayor de los pagos realizados por el gobierno central se explica en el rubro de intereses habiendo alcanzado casi el 20% de los mismos; particularmente acentuada es esta tendencia en el componente de intereses de la deuda interna (gráfico 11), aún cuando en el 2001 y 2002 dicha relación registra una reducción gracias a la disminución de la tasa de interés interna, contrariamente a lo ocurrido con la deuda externa.

Gráfico 11



Fuente: Banco de la República con base en cifras del CONFIS

Los anteriores indicadores dan cuenta del peso crucial que tiene el pago de intereses de la deuda pública, lo que permite afirmar que alternativas que reduzcan este rubro del gasto son de gran trascendencia para la aproximación al equilibrio fiscal. Igual sucede con la devaluación en el caso de las acreencias externas.

El alto costo de los intereses que sin duda ha contribuido al agravamiento de la situación fiscal y ha llevado a la contratación de nueva deuda para pagos de intereses, como se anotó, condujo a que mientras que durante la mayor parte del último siglo la deuda externa se mantuvo en rangos de alrededor del 11% del PIB, en los últimos cinco años casi quintuplicó dicho guarismo y su servicio absorbió la mayor parte del presupuesto del gobierno central

Tal comportamiento sin lugar a dudas responde al modelo aplicado, común a América Latina, de “financiarización” de las economías y uno de cuyos rasgos más notables es la ampliación considerable de la colocación de títulos de deuda pública y la condena a la emisión directa de

los bancos centrales a los gobiernos, instrumento este de frecuente utilización en décadas pasadas.<sup>12</sup> Es preciso reconocer que al menos el PIB per cápita crecía cuando se utilizaba tan condenado instrumento de financiación al gobierno.

La emisión para financiar el déficit fiscal fue sustituida en estos años por fuentes de recursos muy costosas y que producen réditos a agentes financieros nacionales y en el exterior. Una de las defensas de dicha sustitución es la de dar transparencia al mercado y crear un mercado de capitales de largo plazo. A la luz de la evolución de estos últimos años puede afirmarse que tales propósitos no se han cumplido, como se verá en el capítulo 3.

La sustitución de fuentes de emisión por endeudamiento externo e interno con elevados costos en una coyuntura recesiva, ha contribuido al deterioro de la economía en los últimos años. La situación es tan grave que no sólo se han firmado dos acuerdos de Stand by con el FMI, en los que como es usual se condiciona las políticas macroeconómicas al objetivo prioritario del pago de la deuda, sino que declaraciones de ministros y altos funcionarios, anunciaban un panorama apocalíptico estableciendo símiles para la economía como el del hundimiento del Titanic, o el “corralito financiero” argentino, de no ser aceptadas sus propuestas. Hace tan sólo una década ningún analista se habría atrevido a lanzar semejantes presagios y por el contrario la sociedad colombiana estaba llena de optimismo, con una nueva constitución, y estrenando una serie de reformas denominadas el “revolcón”, término con el que se quería expresar el cambio profundo de políticas que nos garantizarían el crecimiento sostenido y el gran salto hacia el desarrollo social.

Rudiger Dornbush, en 1992, sostenía que Colombia se hallaba en una situación en que podría esperar un crecimiento sostenido, un despertar de los “espíritus animales”, dado su evolución y crecimiento de las décadas anteriores.<sup>13</sup> Sin embargo, pocos años después las perspectivas son

---

<sup>12</sup> Giraldo Cesar y Mora Oliver, “Hegemonía del capital financiero internacional y política económica en América latina” en “Crisis fiscal y financiera en América latina”, Tercer Mundo Editores, ESAP, Bogotá, julio de 1998.

<sup>13</sup> Dornbush Rudiger, Op. cit

sombrías. La economía colombiana muestra un marcado deterioro no sólo en términos de la pérdida de crecimiento y de la reducción del PIB per cápita, sino de un marcado aumento del desempleo hasta cifras inéditas en el país, inclusive en los peores años de la década de los treinta. Igualmente, la pérdida de los equilibrios macroeconómicos y la trayectoria de la deuda pública tanto externa como interna, presentan una evolución muy negativa en los últimos años, que ha conducido a debatir la sostenibilidad de la misma.

## **II. EL PAPEL DEL DINERO**

### **ARGUMENTOS TEÓRICOS A FAVOR DE LA EMISIÓN**

La moneda, el tiempo y la incertidumbre constituyen elementos centrales en la teoría de las crisis económicas, pues ellos posibilitan la existencia de una demanda agregada deficiente frente al producto. El pensamiento mercantilista, aún cuando no llegó a constituir una teoría económica acabada, presentó avances importantes en la comprensión de la ocurrencia de la crisis, que plasmaron en la aplicación práctica de sus doctrinas. Sin embargo, dicha posibilidad de la crisis, como un fenómeno generalizado y no de incidencia en sectores aislados, fue rechazada por los clásicos.<sup>14</sup>

La economía clásica, en efecto, no sólo negó dicha posibilidad sino que en una caricaturización de la doctrina mercantilista la acusó de confundir el valor de la riqueza con el oro; es decir, de sufrir una “ilusión “crisohedónica”. Pero, como señala Arguiri Emmanuel, no tiene sentido creer que el dinero constituye la riqueza en si misma y, al mismo tiempo, ser partidario de la teoría cuantitativa del dinero para la cual el valor del dinero es inversamente proporcional a su cantidad. “Tener de la moneda una concepción tan nominalista y tan relativista como la que tiene la teoría cuantitativa y considerar por otra parte a la moneda como la riqueza verdadera y absoluta hubiese sido una contradicción sumamente grosera solamente explicable por una debilidad mental. Pensar que autores como Forbunnais, D’Avenant, Mun, etc fuesen enfermos mentales resulta, y es lo menos que puede decirse, poco serio. Y sin embargo, este es el camino que ha querido escoger la economía política ortodoxa”<sup>15</sup>

No advirtieron los críticos de la escuela mercantilista que detrás de todas las recomendaciones de esta “escuela” existía una especial preocupación por el desempleo y que el conocimiento práctico de la actividad económica los llevó a reconocer la capacidad del dinero de influir en

---

<sup>14</sup> Emmanuel Arguiri, “La ganancia y las crisis”, Siglo Veintiuno Editores, Primera Edición, 1978

<sup>15</sup> Ibid

esta, influencia que sería negada por sus sucesores los clásicos. Keynes en la “Teoría general del interés la ocupación y el dinero” muestra, a través de numerosas referencias de estos autores, en especial tomadas del profesor Heckscher, como el paro prolongado y la crisis de sobreproducción constituían en efecto el eje de las preocupaciones para dicha doctrina, y como sus principales exponentes tuvieron una gran aproximación al entendimiento de la acción de los tres elementos citados: el dinero, el tiempo y la incertidumbre en la explicación de la crisis. “Los mercantilistas se daban cuenta de que su política como dice el profesor Heckscher, “mataba dos pájaros de un tiro”. “De una parte, se desembarazaba el país de un indeseado sobrante de mercancías, en el que, según se creía, radicaba la causa de la desocupación forzosa y, de otra parte, aumentaba la cantidad de dinero existente en el país, con las ventajas resultantes de una baja en tasa de interés”<sup>16</sup>

Pero, ¿por qué razón para los clásicos no existía la crisis generalizada y tan sólo cabía la posibilidad de desequilibrios sectoriales? Porque su racionamiento, a diferencia del keynesiano y postkeynesiano, desconocía atributos esenciales del dinero que permitieran una interpretación más realista del funcionamiento de una economía monetaria, lo que les permitía suponer que todo ahorro constituía inversión y por lo tanto, demanda.

Y es precisamente en la interpretación de la moneda y de su acción en el circuito económico lo que hace que se denomine a esta línea de pensamiento como “revolución keynesiana”<sup>17</sup>, con justa razón, pues la introducción de la moneda, el tiempo y la incertidumbre constituyen una interpretación del mundo capitalista muy diferente a la de sus antecesores, en que el dinero no desempeñaba ningún papel real, existiendo una dicotomía entre el llamado mundo real y el mundo monetario.

---

<sup>16</sup> Heckscher página 178, citado por Keynes, Pág.307

<sup>17</sup> Interpretaciones similares sobre la comprensión de la crisis fueron hechas por Marx en el siglo XVIII y por Kalecky quien antecedió a Keynes en dichas interpretaciones hechas en Polonia, pero para efectos prácticos se habla de keynesianismo o poskeynesianismo.



## A- INTERPRETACIÓN DEL DINERO EN EL PENSAMIENTO KEYNESIANO

La primera característica de la *economía monetaria* de Keynes es la concepción del *tiempo* como factor esencial en el análisis económico y cuya existencia implica la *irreversibilidad* de las decisiones tomadas y la *incertidumbre* sobre el futuro que es *incierto*, no probabilizable. La incertidumbre es mayor mientras más largo sea el lapso que separa la decisión de producir o invertir y la culminación del proceso donde se conoce ya su rentabilidad; es decir, es mayor en un proceso de inversión. Ello hace que las decisiones de producir o invertir dependan de las expectativas de los empresarios sobre la rentabilidad, las cuales en el caso de la inversión para Keynes se basan más en un “espíritu animal” que en el resultado de una maximización de rentabilidad de acuerdo con un cálculo probabilístico.<sup>18</sup>

*“Si hablamos con franqueza, tenemos que admitir que las bases de nuestro conocimiento para calcular el rendimiento probable en los diez años próximos de un ferrocarril, de una mina de cobre, una fábrica textil...es muy limitado y a veces nulo(...)Quizá la mayor parte de nuestras decisiones de hacer algo positivo, cuyas consecuencias completas se irán presentando en muchos días por venir, sólo pueden considerarse como resultado de la fogosidad de un resorte espontáneo que impulsa a la acción de preferencia a la quietud, y no como consecuencia de un promedio de beneficios cuantitativos multiplicados por las posibilidades cuantitativas.”*<sup>19</sup>

La *incertidumbre* adquiere trascendencia en una economía monetaria pues es justamente gracias a la existencia del *dinero* que se pueden separar las decisiones de ahorro e inversión. ¿Cuáles son las condiciones que permiten esta separación? En primer lugar el reconocimiento del dinero como depósito de valor, pues su característica de ser el activo líquido por excelencia, como representación de poder de compra general, permite que la decisión de ahorrar sea “una demanda de poder de compra general y no una decisión de consumir ciertos bienes en algún

---

<sup>18</sup> José Antonio Ocampo, “De Keynes al análisis poskeynesiano” en Economía poskeynesiana, selección del mismo autor, FCE, México, primera edición 1988.

<sup>19</sup> Keynes TG, pp. 137 y 147 en la edición del FCE, citado por José Antonio Ocampo, Ibid.

momento”<sup>20</sup>; el dinero se convierte así en un puente entre el presente y el futuro al posibilitar el *no gasto*. A su vez, la abstención al gasto hace que la producción no coincida con el “querer de compra”. La caída del consumo, al afectar las expectativas, se refuerza reduciendo la inversión y en consecuencia la actividad agregada a través del mecanismo de la demanda efectiva.

Keynes lo explica muy bien en los siguientes términos:

*“Un acto de ahorro individual significa –por decirlo así- el propósito de no comer hoy; pero no supone la necesidad de tomar una decisión de comer o comprar un par de botas dentro de una semana o de un año o de consumir cualquier cosa concreta en fecha alguna determinada. De este modo deprime los negocios de preparación de la comida de hoy sin estimular los que preparan algún acto de consumo. No es una sustitución de la demanda de consumo presente por demanda de consumo futuro, sino una disminución neta de la primera. Más aún, la expectativa de consumo futuro se basa en tal medida en la experiencia actual del consumo presente que una reducción de éste probablemente deprima al otro, con el resultado de que el acto de ahorro no sólo abatirá el precio de los artículos de consumo dejando inafectada la eficiencia marginal del existente, sino que en realidad puede tender también a deprimir la última. En este caso puede reducir la demanda de inversión actual lo mismo que la de consumo presente”*<sup>21</sup>

Así, la existencia del dinero al constituir un depósito de valor por excelencia (mientras no pierda esta propiedad, por ejemplo en un proceso de elevada inflación), y dadas otras “propiedades esenciales” como son las bajas o nulas elasticidades de producción y sustitución, permite que las decisiones de ahorrar no se acompañen de decisiones de demanda por inversión, es decir, por otros bienes y servicios que compensen la caída de la demanda agregada por efecto de la reducción del gasto o ahorro. Estas características del dinero fueron comprendidas por el mercantilismo en su lucha contra el paro y la deficiencia de demanda agregada. Un ejemplo de ello es la propuesta de la moneda estampillada de Silvio Gessell mediante la cual este autor

---

<sup>20</sup> José Antonio Ocampo, Op. Cit.

<sup>21</sup> Keynes, TG Pág. 188, citado por Ocampo, Op. cit.

buscaba elevar el costo de conservación del dinero imponiéndole una estampilla cada cierto tiempo con el fin de reducir su capacidad como expresión de depósito de valor y evitar su atesoramiento<sup>22</sup>

Las bajas o nulas elasticidades de producción del dinero significan que “en un sistema monetario moderno, el dinero y los activos monetarios no son un objeto de producción corriente y, por tanto, su mayor demanda no puede ser satisfecha mediante una reasignación de recursos productivo”<sup>23</sup> Ello no significa que la oferta monetaria no sea elástica a incrementos en la demanda, sino que los incrementos en la oferta no se derivan de un proceso de producción como en el patrón oro. Por ello, aumentos en el ahorro no significan aumentos de demanda en otras producciones de inversión que compensen la caída del gasto.

Que la oferta de dinero es elástica a los incrementos en la demanda, lo ilustra Joan Robinson en su crítica a la escuela de Chicago así:” *Una gran parte de sus trabajos (Friedman) consiste en investigaciones históricas sobre la relación entre las variaciones de la oferta de dinero y del ingreso nacional en Estados Unidos. Las correlaciones que se trata de explicar podrían ser establecidas en los términos de la teoría cuantitativa si la ecuación se leyera de derecha a izquierda. Esto nos permitiría quizás mostrar que un aumento marcado del nivel de actividad sería probablemente precedido de un incremento en la oferta de dinero (si M es definido en un sentido amplio) o de la velocidad de circulación (si M es definido en sentido estrecho), porque un aumento de la masa salarial y de los préstamos definidos a hacer trabajar el capital debe probablemente preceder a un aumento del valor del producto que aparece en las estadísticas. O bien , podríamos esforzarnos en mostrar que una baja del nivel de actividad lo suficientemente fuerte como para producir pérdidas, le retira a los bancos prestatarios dignos de confianza y conduce a un deterioro de su posición . Pero la tradición de Chicago quiere que la ecuación sea leída de izquierda a derecha. Las relaciones observadas son entonces interpretadas sin hacer ninguna otra hipótesis que aquella según la cual post hoc, ergo*

---

<sup>22</sup> Referencia hecha por Keynes en el capítulo 23 de su obra citada

<sup>23</sup> Ocampo José Antonio, Op.cit. Véase también Argüiri Emanuel , Op.cit.

*propter hoc*”. ”En síntesis, todo el argumento de las dos escuelas consiste en leer la ecuación cuantitativa de izquierda a derecha en lugar de hacerlo de derecha a izquierda”<sup>24</sup>

Del hecho de que el sistema bancario pueda crear avances nominales de moneda ante la demanda de los empresarios, se derivan importantes consecuencias que contradicen muchas de las conclusiones derivadas de la escuela neoclásica; tal por ejemplo, la necesidad de la existencia de un ahorro previo que preceda a la inversión y la existencia de un mercado de trabajo donde se determina el nivel de empleo alrededor de un salario real.<sup>25</sup>

La importancia que reviste la diversa interpretación de los hechos ha llevado a que en los últimos años una equivocada política de reducción del gasto público y de repudio a la utilización de la emisión con fines anticíclicos, haya contribuido a la debilidad manifiesta de la demanda agregada.

Ahora bien, la baja elasticidad de sustitución del dinero significa que “la demanda de poder de compra futuro no puede ser satisfecha adecuadamente por bienes duraderos, ya que dichos bienes carecen de la liquidez típica de los activos monetarios. La liquidez del dinero se deriva del reconocimiento social de este como medio de pago general y de “la existencia de mercados organizados de compradores residuales (banco central e intermediarios financieros que permiten que ciertos activos financieros sean realizados a corto plazo sin afectar sensiblemente el precio para el vendedor individual. De esta manera la demanda de dinero y activos monetarios no puede ser sustituida fácilmente por bienes físicos, en cuya producción puedan emplearse los recursos desplazados por la menor demanda corriente de bienes y servicios”<sup>26</sup>

Es esta comprensión fundamental para entender la posibilidad de la crisis puesto que “al aumentar el ahorro no hay un incremento de la demanda de recursos productivos que compense

---

<sup>24</sup> Robinson Joan, “Hérésies Economiques”, Galvanny, 1972, France.

<sup>25</sup> Grellet Gérard, ”Le Principe des Avances et la Théorie Keinesienne de l’emploi »en Controverses sur le système keynésien, Recherches Panthéon Sorbonne. Université de Paris I. Economica, Paris 1976

<sup>26</sup> José Antonio Ocampo, Op. cit, Págs. 12 y 13

la disminución generada por una menor demanda de bienes como ocurría en el pensamiento clásico en que una crisis generalizada estaba excluida, por cuanto las decisiones de inversión correspondían a las decisiones de ahorro, de tal manera que una decisión de ahorro o de abstención al gasto tenía su correspondencia en una decisión de inversión y por lo tanto se traducían en demanda por bienes de inversión. Podían presentarse desequilibrios sectoriales pero a nivel general no era posible una crisis de sobreproducción.

## **B. IMPORTANCIA DE LA TASA DE INTERÉS**

En esta diferenciación entre ahorro e inversión Keynes encuentra su principal diferencia con los clásicos pues esta le permite diferenciar la tasa de interés de la eficiencia marginal del capital “Como yo lo he dicho precedentemente, la novedad inicial reside en mi afirmación que es el nivel de ingresos y no la tasa de interés que asegura la igualdad entre el ahorro y la inversión”<sup>27</sup> “...En este sentido yo considero que la diferencia entre los clásicos y yo, radica en el hecho de que ellos conciben la tasa de interés como un fenómeno no monetario de tal manera que un crecimiento de la incitación a invertir eleva la tasa de interés, cualquiera que sea la política monetaria, aún cuando ellos pueden admitir que ella es capaz reproducir un efecto temporal pero condenado a desaparecer.”<sup>28</sup>

Así pues, Keynes reconoce a la moneda un rol fundamental en la determinación del llamado mundo “real” y esta afecta los precios a través de la tasa de interés que es determinada en el mercado monetario; la tasa de interés afecta el rendimiento de los bienes de capital y por esta vía la inversión y a través del multiplicador se afecta el ingreso.

Pero además, las propiedades del dinero, especialmente “la elasticidad del sistema crediticio moderno” resultan esenciales en la determinación de la actividad económica, pues ella permite “financiar gastos a corto plazo que no corresponden a ingresos corrientes (gastos

---

<sup>27</sup> Keynes, TG, CW, Pág.212, citado por Jan Kregel, Pág. 228

<sup>28</sup> Keynes, TG, CW XIV, Pág. 80, citado por Kregel, Op. Cit Pág. 224

*discrecionales), sin que dicho financiamiento implique una decisión previa de ahorrar”.* Esta propiedad “conjuntamente con el análisis anterior le permite a Keynes afirmar que, en un sistema monetario desarrollado los gastos discrecionales gobiernan la determinación de la actividad económica. **Si existen recursos productivos ociosos, un incremento en dichos gastos financiado por el sistema crediticio permite una ampliación de la actividad productiva; por lo contrario, una disminución de dichos gastos genera una reducción de la actividad económica.** Como las decisiones de consumo (y por ende ahorro) dependen en gran medida de los ingresos corrientes, y estas variables dependientes se ajustan a las decisiones de gasto discrecionales, ello indica que son la inversión, el gasto público discrecional y las exportaciones en una economía abierta los elementos que gobiernan en última instancia la actividad agregada”<sup>29</sup>

Dichas conclusiones tienen particular importancia en la aplicación de políticas tanto en situaciones de auge como en condiciones recesivas o de crisis como las que afectaron a la economía colombiana hasta hace muy poco.<sup>30</sup> En síntesis, para la teoría de la crisis, esta se manifiesta en una abstención voluntaria a comprar por una previsión de baja del precio de la inversión, esto es a un desequilibrio entre el “poder” y “el querer” de compra, posibilitado por la existencia del dinero y el tiempo, que dan cabida a la incertidumbre y a la irreversibilidad de las decisiones que determinan consecuencias económicas diferentes dependiendo del momento en que se tomen las decisiones.

La tasa de interés tiene una influencia fundamental en dicha abstención al gasto, pues una previsión al alza de esta variable puede llevar al capital a mantenerse bajo la forma de dinero en lugar de capital productivo por la desvalorización que sufriría en la producción (decisiones de ahorro que no corresponden con las decisiones de inversión). Pero, si bien esta es una manifestación clara de la crisis no constituye su causa última; desarrollos posteriores a Keynes

---

<sup>29</sup> José Antonio Ocampo, Op. cit, pág13. El subrayado es mío

<sup>30</sup> La reactivación del primer trimestre de 2003 claramente se debe a políticas de corto keynesiano. Véase Javier Fernández Riva, en *Prospectiva Económica y financiera* # 390 de mayo 26 de 2003

en esta tradición, han buscado encontrar la causa última de las crisis, en factores recurrentes o permanentes en las economías de mercado que inducen la crisis más allá del *temor* a un alza futura de la tasa de interés pues, con base sólo en este factor sería, como afirma Emmanuel, explicar la crisis por el temor a la crisis.

Emmanuel y otros autores como Alain Barrère sitúan la causa primera de la crisis en una baja de precios que, por una vez es tendencial debido a una *carencia estructural de poder de compra*, es decir, preexistente al ciclo. Y el más importante factor de tal carencia de poder de compra es el desfase que existe entre la amortización y el reemplazo del capital; esto es, la amortización que es adicionada al valor y al precio del producto después de cada período de trabajo, sin que en realidad sea remplazada dicha parte. O en otras palabras es un “costo no generador de ingreso”. Como anota Emmanuel, otros autores ya lo habían señalado; entre ellos Marx y el propio Keynes, quien a los ojos de Emmanuel su argumentación tuvo tal semejanza con la de Marx que roza el plagio; otros como Hicks y Hawtrey también hicieron referencia a este problema estructural de las economías de mercado de desproporción entre el producto y el ingreso.<sup>31</sup>

En economías en desarrollo, donde la producción de bienes de capital es escasa, dicha “fuga de producto” no se ve compensada con reemplazamientos de estos bienes cuya reserva se ha acumulado año tras año, y de los cuales algunos se realizan en el periodo corriente, sino que tales reemplazamientos se hacen con base en importaciones, lo que contrariamente a mejorar la actividad económica, podría agravar el problema, cuando se produce déficit en la balanza de pagos por fugas de ingreso.

En esta línea de pensamiento de desproporción del producto y el ingreso, Emmanuel, refuta la igualdad producto e ingreso sobre una base más general, distinguiendo lo que él llama ingresos fijos correspondientes a réditos distribuidos antes de la venta como salarios, arriendos, intereses

---

<sup>31</sup> Emmanuel Arguiri, Op.cit.

e ingresos variables, a los correspondientes a la ganancia definida como “todas las sumas que la empresa distribuye o descuenta después de la venta y según los resultados de ésta: dividendos, porcentajes del consejo de administración, diferentes reservas, nuevos saldos, etc.” *“A ingresos que sólo existen en cuanto tales después de la realización del producto los han incluido en la suma del poder de compra que hace posible esta realización “La oferta supera a la demanda en una suma igual a los réditos variables “ Y es allí donde reside la cusa primera de la crisis pues si el poder de compra es suficiente la baja de precios no puede deberse a otra cosa que el deseo de no comprar y el atesoramiento se convierte así en la causa de su causa”*<sup>32</sup>

### C. REMEDIOS A LA CRISIS

Según los desarrollos anteriores, en la lucha contra la crisis toda acción que tienda a aumentar la demanda, ya sea mediante la creación de un ingreso nuevo sin contrapartida previa en la oferta o que tienda a eliminar los factores de atesoramiento o a reducir la parte variable del valor agregado en la composición del producto, o bien a crear un poder de compra adicional por fuera de dicha composición del producto, es factor compensatorio del desequilibrio. Entre estos últimos Kalecky y la tradición keynesiana consideran factores de absorción del desequilibrio: la inversión, el déficit fiscal y la balanza comercial excedentaria. Pero, es preciso aclarar que para Emmanuel y Kalecky sólo tienen efectos reequilibradores sobre el producto *la creación de poder adquisitivo adicional*: balanza comercial excedentaria y déficit fiscal creadores de poder de compra (no simplemente aumento de las exportaciones o del gasto público) En este sentido un déficit fiscal que no sea financiado mediante emisión, lo único que hace es un cambio de mano de poder adquisitivo quizás con algún valor desde el punto de vista de la demanda agregada si la propensión al gasto es mayor en el sector público que en el privado.

Igualmente una balanza comercial superavitaria que es compensada por una salida de capitales no tiene poder reactivador sobre el producto. Así lo reconoce Keynes para quien: “Gran Bretaña,

---

<sup>32</sup> Ibid..



en los años de preguerra del siglo XX, proporciona un ejemplo de país en que las excesivas facilidades para los préstamos al exterior y la compra de propiedades en el extranjero impidieron a menudo la baja de la tasa de interés que era necesaria para ocupación plena en el interior”<sup>33</sup> Este aspecto es de gran relevancia para economías endeudadas, pues las transferencias que se hacen al exterior constituyen fugas de ingreso de “querer” de compra interno sobre el poder de compra creado en el proceso productivo. *De manera que si un déficit fiscal se origina en pagos de la deuda al exterior no puede considerarse este como verdadero instrumento anticíclico pues no es creador de poder de compra interno.* El elevado servicio de la deuda en Colombia y particularmente la parte orientada a pagos en el exterior, explican por qué aún cuando el gasto haya crecido no se hayan visto sus efectos reactivadores sobre la actividad económica.

De tal manera que sólo instrumentos que creen capacidad de compra adicional tienen valor en la superación del desfase entre producto e ingreso. Es su efecto generador de nueva demanda, que puede ser intrínseco al proceso de producción como la balanza comercial excedentaria, o extrínseco, generador de demanda de la nada, el reactivador.

Otros factores reequilibradores del sistema o de “overtrading” son los que crean poder de compra “extrínseco”. Entre ellos el crédito o creación de moneda ex nihilo, diferenciada del crédito clásico como simple traspaso de un volumen de ahorro de unas manos a otras, de ahorradores a inversionistas. “El crédito que hace posible el “overtrading” es un crédito que desplaza el poder de compra en el tiempo del futuro al presente”<sup>34</sup>. No es la transferencia de ingresos de unas manos a otras como sería el financiamiento vía TES colocados en el público; no; se trata de creación de nuevos ingresos.

*“Haciendo abstracción de toda desproporción sectorial, lo que permite corregir una situación en la cual el poder de compra global es, en términos de valor, inferior a la oferta global de*

---

<sup>33</sup> Keynes, Op. Cit , capítulo 23 , Pág.299

<sup>34</sup> Emmanuel, Op.cit.

*mercancías, no es la utilización de una parte del poder de compra existente para comprar bienes de capital en lugar de bienes de consumo, sino la creación ex nihilo de un poder de compra adicional para comprar indiferentemente los unos o los otros. Es la anticipación del ingreso y no la manera de utilizarlo lo que es determinante, aún si en la realidad esta anticipación es esencialmente un hecho de los capitalistas y se acompaña generalmente de inversión. No es porque se invierte que se estimula la actividad económica; es porque se compra”.*<sup>35</sup>

También la inflación y la devaluación pueden tener poder reequilibrador pues la desvalorización de la moneda conduce a fugas ante ella y a una mayor demanda de bienes, siempre y cuando no sobrepasen ciertos límites que conduzcan a otras demandas como divisas o dolarización.

---

<sup>35</sup> Ibid.

### III. PRINCIPALES CRÍTICAS A LA EMISION DIRECTA AL GOBIERNO

El propósito de este capítulo es discutir algunos de los argumentos en contra de la emisión al gobierno como instrumento anticíclico, con especial referencia a los planteamientos teóricos de Roberto Steiner y Natalia Salazar, en “Monetización de la deuda: ¿Cómo no se nos había ocurrido antes?”,<sup>36</sup> por considerar esta la crítica más elaborada desde el punto de vista conceptual, a la propuesta hecha por Mauricio Cabrera y Jorge Iván González. En el siguiente capítulo se brindará una interpretación distinta de los acontecimientos de la década de los ochenta a la de dichos autores.

#### A. LOS EFECTOS DINÁMICOS DEL FINANCIAMIENTO DEL DÉFICIT FISCAL

La mayoría de quienes se oponen a la emisión con destino al sector público en las actuales circunstancias de la economía colombiana, en la práctica razonan bajo los conceptos de la más pura tradición clásica de la teoría cuantitativa del dinero, y del enfoque monetario de la balanza de pagos, según los cuales dicha política sólo causaría inflación o pérdida de reservas. Esta línea de pensamiento, supone que la moneda no tiene la posibilidad de influir sobre el producto, o en otras palabras, que el producto está dado o que existe pleno empleo y que la velocidad de circulación es constante. Nada mas lejano a la realidad colombiana con una de las tasas de desempleo mas elevadas de su historia, con altos índices de capacidad instalada subutilizada y con un nivel de reservas internacionales que manejado en un marco de políticas coherentes, de generación de expectativas optimistas y de gran cautela en el manejo de la deuda externa permitiría al país salir de la crisis en que está inmerso.

Roberto Steiner y Natalia Salazar parten de una *identidad contable* que establece que el financiamiento del déficit es igual al cambio de la deuda más el cambio en emisión. Esta constituye una igualdad contable inobjetable. Es claro que un déficit se financia o con deuda o

---

<sup>36</sup> Roberto Steiner y Natalia Salazar, “Monetización de la deuda: ¿Cómo no se nos había ocurrido antes?” Fedesarrollo, Coyuntura Económica, diciembre de 2000, Bogotá.

con emisión, o con mayores impuestos que reduzcan el déficit. Pero existen notables diferencias entre los efectos dinámicos sobre la economía de una u otra forma de financiamiento del sector público *que no son revelados por dicha igualdad* y es aquí donde radica la principal discrepancia con los autores. Las identidades contables nada dicen acerca del origen y la evolución de las variables pertinentes y de cuyo movimiento hubiesen podido resultar otras múltiples situaciones de “equilibrio” o si se quiere de “desequilibrio”. Se razona como si únicamente existiese un equilibrio posible y este correspondiese a la situación actual

Entre las diferencias se encuentran:

1- La composición inicial entre deuda y emisión puede resultar en tamaños del déficit fiscal muy diferentes y necesidades de financiamiento futuras muy disímiles, aún si la magnitud inicial del déficit a financiar es la misma. Esto es, la forma de financiación no es indiferente y se refleja en la magnitud futura del desequilibrio, en su trayectoria dinámica. *La composición si altera el producto* pues la magnitud de los intereses incide en dicho desequilibrio, como lo ilustran, para citar tan sólo dos ejemplos, la experiencia brasilera en 1997, en que la elevación de los intereses fue la causa principal del ostensible aumento del déficit fiscal, y la colombiana en que los intereses representan un factor fundamental del déficit fiscal consolidado (capítulo I). Según cálculos de Javier Fernández: “A precios constantes el aumento entre 1992 y 2002 fue 82% para los ingresos, 91% para los gastos excluyendo intereses, y 372% para los pagos de intereses. Los aumentos en 1992-2003 serían 99% para los ingresos, 97% para los gastos excluyendo interese y 450% para los intereses”<sup>37</sup>

Por su parte, Mauricio Cabrera, explicaba así la propuesta hecha conjuntamente con Jorge Iván González. “Tal reducción es posible –e indispensable- puesto que en la actualidad la tasa implícita de la deuda interna es superior al 23%, es decir el doble de la DTF, de manera que si se logra bajar al IPC + 6 en promedio, se ahorraría la impresionante suma de 2 billones de pesos que equivalen a 1.5% del PIB, y el déficit fiscal disminuiría en un 40%. La señal que recibirían

---

<sup>37</sup> Utilizando el IPC como deflactor y para el 2003 proyección con base en el Plan financiero vigente y estimativo de inflación de 6.8%. Javier Fernández Riva, Prospectiva económica y financiera, #385, Pág. 1

los inversionistas internacionales, es la de un país que está ajustando sus finanzas públicas más rápido de lo que había convenido”<sup>38</sup>

2. A diferencia del endeudamiento interno que constituye un simple traslado de recursos de un bolsillo a otro, o del endeudamiento externo para pagos al exterior, la emisión estimula directamente el crecimiento bajo situaciones de existencia de recursos ociosos, como es la condición actual de la economía colombiana. Al generar ingresos mediante creación de un gasto discrecional, posibilitado por el nuevo poder de compra creado, la emisión puede derivar en un déficit fiscal inferior al que existiría en ausencia de esta, dado el mayor crecimiento del ingreso y la endogeneidad de los ingresos fiscales.

3. La deuda interna puede producir efectos de desplazamiento o de “crowding out” sobre la inversión privada o el llamado por Davidson “efecto congestiónamiento” que se produce por la carencia de creación de nuevo poder adquisitivo.

La política monetaria y crediticia al permitir al sector financiero mantener elevadas inversiones en títulos de deuda pública con muy bajo o inexistente riesgo, propició desviaciones de estas entidades de su verdadero objetivo de intermediación del ahorro para inversión. La reducción de la cartera ocurrida en estos años contribuyó así al lento crecimiento de la economía y por ende a la profundización de las dificultades fiscales. Según el Banco de la República, “Las inversiones (del sistema financiero) como proporción del activo total presentan para el período comprendido entre junio de 1998 y diciembre de 2001 un crecimiento de 145.2%, mientras que la cartera decrece en 15,4%. Se puede afirmar que en su mayoría la cartera fue reemplazada por inversiones de renta fija, las cuales tienen requerimientos de capital por riesgo de crédito bajo, *ya que en gran parte son papeles emitidos por el gobierno o por entidades públicas de orden nacional*”<sup>39</sup>

---

<sup>38</sup> Mauricio Cabrera. Respuestas a Antonio Hernández Gamarra en Colombia Analítica, Entrevistas paralelas, “Emisión monetaria para financiar la deuda pública” (1 semestre de 2001 página de Internet).

<sup>39</sup> Banco de la República, “Reporte de estabilidad financiera, julio de 2002”, Pág. 63. Las cursivas son más.

Por otra parte, el financiamiento a través de deuda interna versus emisión puede conducir a elevaciones en la tasa de interés, cuyas consecuencias pueden ser profundamente negativas para el sector productivo y a la postre para el sector financiero, según se desprende de numerosas experiencias recientes de América Latina, entre ellas la colombiana en 1998. Por lo tanto, no es indiferente otorgar un crédito directo al gobierno que amplíe la liquidez total de la economía para su reactivación, que financiamiento mediante endeudamiento interno que no crea dinero.

4- Bajo situaciones recesivas la búsqueda de reducción del déficit mediante menor gasto público y mayores impuestos puede conducir a círculos viciosos.

Intentos de ampliar el superávit primario por la vía de reducción del gasto público puede reducir los ingresos fiscales al disminuir la demanda agregada. El aumento de la tributación (T) a su vez tiene *efectos dinámicos sobre la demanda agregada y sobre los recaudos aún en el mismo período*, que dependerán de la propensión marginal al gasto *interno* del gobierno y la de los sectores a los que se impuso esa tributación. Puesto que oferta y demanda agregada no son independientes, bajo condiciones recesivas, dichas políticas pueden profundizar aún más la recesión y determinar un aumento mayor de la deuda por el mayor desequilibrio fiscal, que es precisamente el círculo vicioso que ha vivido la economía colombiana en los últimos años.

En consecuencia, las políticas de emisión y la ampliación del superávit primario mediante las medidas anotadas, conducen a resultados muy diferentes dados los efectos dinámicos disímiles de cada una de ellas. Los programas de ajuste del FMI, al desconocer esta realidad, han conducido al agravamiento del desequilibrio fiscal desde 1999 como lo señaló el Contralor de la República.<sup>40</sup> Por ejemplo, las previsiones hechas por el Banco de la República a finales de 1998 para el año 1999 eran de un déficit cercano al 3% del PIB, y al finalizar 1999 el desequilibrio del sector público consolidado alcanzó el 6% del PIB. Los esfuerzos de un ajuste

---

<sup>40</sup> Respecto a los supuestos teóricos de los programas de ajuste véase referencias de la nota # 9

inapropiado profundizaron la recesión inducida por la política monetaria excesivamente restrictiva del año 1998 y por añadidura tumbaron los ingresos fiscales. Es decir, “el perro se mordió su propia cola”. Es evidente además, que el alto costo del financiamiento de la deuda pública contribuyó considerablemente al amplio déficit fiscal de la época, como muestran Cabrera y González y Javier Fernández

5- Los efectos de la emisión directa al gobierno no son equivalentes a los de la emisión mediante compra de títulos de deuda pública en el mercado secundario.

En la exposición de lo que denominan “falacia # 4: el gobierno ya no se beneficia del señoreaje”, Roberto Steiner y Natalia Salazar a través de una explicación “no teórica sino contable” como ellos mismos lo reconocen, concluyen que es indiferente el financiamiento del gobierno vía emisión directa o vía traslado de utilidades del Banco de la República al gobierno. Dicen los autores: “La ecuación 6 señala que la suma del déficit primario más el pago total de intereses (al banco central y a otros prestamistas) se debe financiar con más deuda y con las utilidades que se reciben del banco central.”<sup>41</sup>

$$(G-T) + C_{\text{Gob.}} \cdot i_{\text{Gob}} + H \cdot i_H = C_{\text{Gob}} + H + \text{£ } W$$

De tal ecuación contable resulta claro que si los intereses de la deuda son más bajos, se reducen igualmente las necesidades de deuda del lado derecho de la ecuación,  $(C_{\text{Gob}} + H)$ . Ello puede lograrse a través de una política de sustitución de fuentes de financiamiento mediante emisión directa al gobierno y a una tasa de interés más baja, lo que de paso se traduciría en mejoras de los indicadores macro y de las expectativas. Pero lo que suponen los autores es que *mayores intereses se traducen en mayores utilidades, que serán transferidas al gobierno, con lo cual ambas políticas son indiferentes*; es decir, si se pagan mayores intereses, estos serán compensados con más altas utilidades transferidas. Este punto de vista es compartido por

---

<sup>41</sup> Steiner y Salazar, Op.cit, Pág. 158

Antonio Hernández Gamarra, para quien "...cuando se toman en cuenta los efectos de la propuesta sobre las utilidades del Banco de la República, emitir para pagar la deuda constituye solamente un anticipo de las utilidades del Banco al gobierno sin que ello constituya ahorro en el gasto. Por el contrario al crearse la ilusión de que el gasto está bajando, puede estimularse el apetito por mayor gasto público<sup>42</sup>".

Lo anterior supone que todos los TES son adquiridos o bien por entidades del gobierno o por el Banco central y no por agentes privados como los inversionistas institucionales. Si bien es cierto, existe una elevada concentración de TES en manos del propio gobierno, por lo cual las entidades poseedoras de los mismos devengan altos intereses que finalmente acrecientan las necesidades de endeudamiento del sector público<sup>43</sup>, los autores en este punto sólo hacen referencia al componente  $C_{\text{gob}}$  ( en parte porque su intención es mostrar que si ha ocurrido emisión al gobierno), cuando no puede desconocerse que en realidad la emisión directa al gobierno *puede reducir también las necesidades de cambios en  $H$ , es decir deuda con agentes distintos al gobierno*. Esto es, con tan sólo un cambio en la composición de la deuda que ahorre intereses al gobierno pueden modificarse los montos requeridos de deuda total en cuantías monumentales. Según Javier Fernández, "cada punto real que suba el costo de la deuda total elevará en 0.6% del PIB el superávit primario requerido para estabilizar la relación deuda /PIB, comiéndose así los ahorros efectivos de todo el Referendo"<sup>44</sup>. Por su parte el Contralor Antonio Hernández ha estimado recientemente que una reducción de 10% al 7% del costo promedio de la deuda externa ahorraría al país US \$ 300 millones<sup>45</sup>

#### 6- Abstracción del factor tiempo e incertidumbre.

El supuesto de que por tratarse de ingresos financieros de entidades públicas, el financiamiento mediante TES adquiridos por el gobierno tiene un efecto equivalente al de la emisión primaria para el gobierno, desconoce el factor tiempo y la irreversibilidad de las decisiones económicas.

---

<sup>42</sup> Antonio Hernández Gamarra en Colombia Analítica, Entrevistas paralelas," ,Op.cit .

<sup>43</sup> Véase "La paradoja de los TES" en Portafolio, noviembre 27 de 2002.

<sup>44</sup> Fernández Javier, Prospectiva económica y financiera, #386, Pág.1

<sup>45</sup> Diario El Tiempo, 31 de mayo de 2003



Mauricio Cabrera en el diálogo con Antonio Hernández ya citado, desvirtúa tal supuesto en el reconocimiento de la *irreversibilidad de las decisiones* y por ende los resultados en términos de expectativas y efectos sobre otras variables económicas. Además en contraposición al punto de vista de Hernández, considera que son los mayores ingresos por intereses de las entidades tenedoras de bonos de deuda pública las que estimulan el gasto y no, como supone Hernández que el menor déficit por ahorro de intereses estimularía el gasto.

“En dos trabajos clásicos, Tobin (1980,1982) muestra que los procesos macroeconómicos son irreversibles. Las secuencias causales que desencadena una política determinada, no pueden echarse para atrás. La reversibilidad de las causalidades no es posible. Si este principio se aplica a los balances contables del Gobierno emisor y de las entidades públicas tenedoras de títulos, la no reversibilidad significa que el balance de suma cero en el momento “t” es cualitativamente diferente al balance de suma cero en el momento “t + 1”. Ambos momentos no son iguales por las razones aducidas en los puntos anteriores a propósito del tamaño de la deuda y de la forma como el aumento de los ingresos financieros estimula el gasto”<sup>46</sup>

Además, buena parte de estos réditos financieros y comisiones, que son gasto público, no constituyen ingresos públicos; peor aún cuando aquellos se convierten en una filtración de ingresos a la economía al ser pagados a entidades extranjeras, como fue el caso del canje de deuda efectuado a mediados del 2001 en que, según la Contraloría General de la República, se pagaron comisiones por valor de \$9.232 millones a los hacedores de mercado y \$7.751 millones por asesoría a la firma Salomón Brothers por una operación de canje de TES, los cuales en su gran mayoría estaban en manos de entidades oficiales. Dicho gasto fue “similar a lo que aspira ahorrar el gobierno con el cierre de 14 embajadas y consulados”<sup>47</sup>

---

<sup>46</sup> Mauricio Cabrera Respuestas a Antonio Hernández Gamarra en Colombia Analítica, Entrevistas paralelas, “Emisión monetaria para financiar la deuda pública” (página de Internet).

<sup>47</sup> Véase “Comisiones exorbitantes”, Portafolio, septiembre 12 de 2002.

Parte de los efectos dinámicos de la ausencia de una emisión oportuna en Colombia, fueron justamente los derivados de la necesidad de financiar al sector financiero por efecto de la crisis originada a su vez en la crisis del sector productivo en 1999, efectos que no se compensan, como suponen los autores, con un traslado de utilidades del Banco de la República al gobierno al año siguiente. Evidentemente no es lo mismo anticipar la emisión generando demandas para los empresarios, fuentes de trabajo para los desempleados y una serie de efectos multiplicadores, que mantengan o mejoren las expectativas empresariales y el clima de confianza en la economía e indirectamente desincentiven las fugas de capitales, incluyendo la del capital humano, que hacerlo un año después, al finalizar el período, cuando el deterioro del clima de los negocios ya ha causado estragos en términos de la actividad económica, el desempleo, la calidad de la cartera y la situación de los intermediarios financieros y lo que es muy serio, de las expectativas y del clima de confianza.

En su crítica a la actuación del FMI en la crisis del Asia, Joseph Stiglitz se refería a los errores de la política monetaria y al optimismo que sobre las posibilidades de la corrección de los mismos caracterizaba a los técnicos de dicha institución, en los siguientes términos: *“Obviamente, todos en el FMI me aseguraron que serían flexibles; si sus políticas realmente resultaban demasiado restrictivas, forzando las economías de Asia Oriental a entrar en una recesión más profunda que la necesaria, entonces las revertirían. Escuchar esto me produjo escalofrío. Una de las primeras lecciones que los economistas enseñan es la importancia de los intervalos: un cambio en la política económica (elevando o bajando la tasa de interés se demora entre 12 y 18 meses) para producir plenos efectos.”*<sup>48</sup>

#### 7- La emisión y el factor confianza.

Los mayores costos para la deuda pública bajo la alternativa de compra de títulos de deuda pública en el mercado secundario comparados con los de la emisión directa al gobierno,

---

<sup>48</sup> Joseph Stiglitz, “Lo que aprendí de la crisis del Asia”, en Lecturas Dominicales, Diario el Tiempo, 24 de agosto de 2001.

influyen en la confianza y en el riesgo país y por ende en el futuro crecimiento de la deuda, empleo y actividad económica, al arrojar la primera alternativa un mayor déficit fiscal que la primera

Aún cuando los autores plantean que finalmente los efectos fiscales *son equivalentes*, pues el gobierno recibirá posteriormente las utilidades del Banco de la República ganadas con esos títulos, y *que en ambos casos hay emisión equivalente*, curiosamente aseveran que la emisión directa quiebra la confianza en el país, pero no hacen la misma consideración cuando se trata de *emisión* a través de compra de títulos en el mercado secundario.

La defensa de la emisión en el mercado secundario de deuda pública frente a la satanización de la emisión directa responde a la sabiduría convencional correspondiente a la “financiarización” de las economías que no condena la emisión si esta produce rentas a agentes privados internamente o en el exterior pero la considera nociva si es de menor costo y va directamente al gobierno.<sup>49</sup> La única justificación para ello, que por lo demás ha quedado demostrada su fatuidad, como se verá más adelante, es la de que la emisión indirecta desarrolla el mercado de capitales,

#### 8- Distinta propensión marginal al gasto del gobierno y de poseedores de TES y diferencias entre emisión directa e indirecta al sector público.

Si el diagnóstico es el de una deficiencia de demanda en la economía, de falta de confianza del sector privado, la emisión directa al gobierno garantizará la estimulación del gasto mientras que la emisión indirecta posiblemente no lo hará. No cualquier aumento en la oferta monetaria tiene respuesta en la demanda agregada. Bajo condiciones recesivas, si la emisión se dirige a planes del gobierno con alto contenido nacional, paralelamente se estaría generando demanda monetaria, como bien lo señalan, Keynes, Robinson, Kregel y Davidson. Por el contrario, si la

---

<sup>49</sup> Giraldo Cesar, Op.Cit.

emisión se hace indirectamente a través de agentes con alta propensión a importar, esta se traducirá en mayor demanda de divisas con costos netos para la economía.

El gerente técnico del Banco de la República anotaba que en los últimos cuatro años hasta octubre del 2002, había habido emisión al gobierno por más de \$ 6 billones, de las cuales por compra definitiva de TES clase B correspondían \$1.6 billones.<sup>50</sup> Cabe cuestionar sin embargo, si esta última emisión ha sido la más eficiente, puesto que no sólo implicó mayores costos para la deuda pública comparada con la emisión directa al gobierno, sino, además, produjo un efecto de reducción del efecto potencial de la emisión sobre la demanda agregada en la economía, al no garantizar que dichos recursos de emisión se orienten en su totalidad al gasto interno. Como se anotó, en el primer capítulo una fracción creciente del gasto público se dirige, *cada vez más hacia el pago de intereses de deuda, con el agravante de que una fracción importante es deuda externa contratada para financiamiento en pesos y cuyo servicio constituye una filtración de recursos a la economía reactivador de la demanda, pero de otras economías.*

Cabrera y González alertan sobre el elevado costo de este endeudamiento pero desvirtúan un posible efecto “desplazamiento” de gasto privado derivado de dicha política de emisión, al afirmar que los recursos de emisión en el mercado secundario al ser entregados al gobierno y gastados por este, la liquidez finalmente está llegando a la economía.<sup>51</sup> Un examen del comportamiento de la tasa de interés les permite afirmar que no ha habido una relación de causalidad de los títulos de deuda pública a la tasa del DTF, aún cuando admiten que pueda llegar a haberla por la dinámica exponencial de la deuda pública.

Si bien es cierto, los recursos de emisión vertidos a la economía a través de compras de títulos públicos en el mercado secundario, constituyen nuevo poder de compra, el hecho de ser

---

<sup>50</sup> La emisión directa a través del traslado de utilidades al gobierno en el mismo período fue de \$ 4.5 billones. José Darío Uribe, El ajuste fiscal y el papel del Banco de la República “, Apartes de la presentación en el Foro Económico Liberal, octubre 31 de 2002.

<sup>51</sup> Esta misma tesis fue sostenida por la suscrita en 1985 frente a la emisión directa para financiamiento del sector público. Véase Helena Villamizar “Implicaciones del Déficit fiscal: contradicción de la ortodoxia”, Fedesarrollo, Revista Coyuntura Económica, abril 1985, Bogotá.

entregados dicha liquidez a actores con menor propensión al gasto y o mayor propensión a las importaciones, puede limitar el efecto expansivo sobre la economía. La potencialidad de afectar la demanda agregada de la emisión directa por lo tanto no es equivalente a la de la emisión indirecta cuando existe distinta propensión al gasto entre el sector público y privado.

Existen además otros efectos de ineficiencia en la vía de la emisión indirecta al sector público. El financiamiento a través de TES colocados en las propias entidades gubernamentales conduce muchas veces a graves ineficiencias en el gasto público, por la postergación de erogaciones que constituyen su verdadera función social teniendo los recursos “invertidos” en títulos financieros.<sup>52</sup>

#### 9- Efectos paradójicos sobre el mercado de capitales.

Los defensores de la emisión indirecta al gobierno a través de títulos de deuda pública en el mercado secundario versus la emisión directa, argumentan que la primera contribuye al desarrollo del mercado de capitales y por esta vía a la canalización de recursos de largo plazo al sector productivo. Sin embargo, contrariamente a lo esperado, la tendencia es a la desaparición de títulos de largo plazo y de transacciones de acciones en la bolsa mientras que las de títulos del gobierno presentan una participación creciente<sup>53</sup>. En marzo pasado los títulos de deuda interna del gobierno representaron el 69% de las negociaciones, en tanto que las acciones tan sólo un 0,5%.<sup>54</sup>

Algunos autores han cuestionado el comportamiento de los inversionistas institucionales al concentrar sus inversiones en títulos triple A y doble A y no contribuir a impulsar el mercado de las pequeñas y medianas empresas.<sup>55</sup> Podría decirse que se ha producido una especie de comportamiento de “moral hazard” o “riesgo moral” a la inversa” en el sentido de haber

---

<sup>52</sup> Véase Portafolio, “la paradoja de los TES”, noviembre 27 de 2002

<sup>53</sup> Gabriel Suárez López “Los TES una burbuja especulativa” en Portafolio, noviembre 12 de 2002.

<sup>54</sup> Portafolio, jueves 24 de abril de 2003.

<sup>55</sup> Entre ellos Clemente del Valle en declaraciones reseñadas por Portafolio, junio 24 de 2003.

concentrado sus inversiones en papeles de muy bajo riesgo, en lugar de intermediación del ahorro hacia proyectos que desarrollen un verdadero espíritu empresarial innovador y de apoyo a los “espíritus animales” que los constituya en verdaderos impulsores de la inversión en la economía. Posiblemente se requiera revisar las normas de manera que posibiliten invertir en proyectos que salvaguardando el interés de los ahorradores y futuras pensiones sean altamente rentables y que reduzcan las necesidades de endeudamiento externo o la cesión de importantes fuentes de ganancia a inversionistas del exterior, existiendo fuentes internas, como podría ser el caso por ejemplo en el Proyecto de gas Catalina.

Es evidente que los desarrollos de estos inversionistas en la última década no han impulsado la inversión privada en el sentido macroeconómico del término. Así, por ejemplo, “En el 2002, cuando el valor del porcentaje de los fondos de pensiones (sin incluir cesantías) creció 5.45 billones de pesos, el total de la inversión bruta pública y privada sólo creció 1,49 billones, a precios corrientes. Muchos despistados siguen hablando de un “gravísimo problema de ahorro” pero la verdad es que, *sólo el gran déficit fiscal evitó que los rendimientos de los ahorros pensionales se desplomaran, puesto que mantuvo una oferta abundante de papeles oficiales*” Ello explica la ausencia de una relación causal entre déficit fiscal y tasa de interés, lo que no significa que el déficit fiscal no esté considerablemente afectado por la tasa de interés<sup>56</sup>

Los inversionistas institucionales no sólo han concentrado, sino que proyectan su atención en títulos de deuda pública y en inversiones en privatizaciones de empresas públicas, es decir, simples *traspasos de propiedad*, así como en la posibilidad de invertir en el exterior una mayor fracción de su portafolio, ante una “escasez” de opciones de inversión internamente. Se da así la contradicción, como señala Javier Fernández, de una “insuficiencia de ahorro” en la economía, al tiempo que los inversionistas institucionales encuentran pocas opciones de inversión, existiendo en el país múltiples recursos ociosos que podrían ser movilizadas con un aporte positivo del ahorro interno.

---

<sup>56</sup> Fernández Riva Javier, “Prospectiva económica y financiera” # 386, abril 28 de 2003. Las cursivas son más

El discurso de la necesidad de atraer inversión extranjera y de la insuficiencia de ahorro interno no se compagina de manera alguna con la autorización de ampliar la posibilidad de inversiones en moneda extranjera para dichos fondos. Las necesidades de ampliar la inversión internamente son incuestionables y existen oportunidades potenciales que deberían impulsarse desactivando la “bomba” de la deuda pública. Una de las alternativas planteadas por Fernández es que los fondos de pensiones “compren más deuda externa de la Nación, de tal manera que en la práctica la deuda externa se vuelva cada vez más interna, esto es, con residentes, incluso si sigue denominada en dólares”. Ello ahorraría al país importantes recursos y mejoraría la rentabilidad de dichos fondos, en lugar de regalar a otros países nuestro ahorro pensional prestándolo barato en lugar de ocupar nuestros recursos ociosos, gracias a un crédito puente al mismo país, que a su vez aumentaría la solidez fiscal y evitaría mayores filtraciones al ingreso al garantizar que los rendimientos de dichos títulos se paguen a nacionales.<sup>57</sup>

Es claro por lo demás que en estos años ha ocurrido una gran paradoja. Se afirma que las pensiones públicas constituyen un grave factor de déficit pero, finalmente, en la *rentabilidad de los fondos privados de pensiones subyace una clara fuente de déficit fiscal a través de los altos intereses de la deuda pública*. Esta fuente de déficit sin embargo si resulta aceptable para la sabiduría convencional.

Por su parte la inconveniente concentración de títulos de deuda pública en manos de las propias entidades públicas ha generado expectativas negativas sobre la dimensión del verdadero desequilibrio interno. Igualmente, la elevada concentración en las inversiones de intermediarios financieros e inversionistas institucionales también reduce los márgenes de acción de las autoridades frente a la posibilidad de una política de mayor crecimiento, que pudiese incrementar la inflación y que podría conducir a un descalabro patrimonial por la caída de los

---

<sup>57</sup> Ibid

precios de dichos títulos.<sup>58</sup> Como señalara el premio Nóbel Joseph Stiglitz, la prioridad de las actuales políticas la constituye la protección a los poseedores de títulos y no el desempleo.

Evidentemente el gran peso adquirido por la deuda pública y los cambios institucionales ocurridos en la última década establecen diferencias sustanciales con las condiciones de los ochenta. Si bien existe hoy un menor margen de acción y el país ha perdido gobernabilidad, aún existen herramientas. El Banco del República puede jugar un papel fundamental en la reducción de los intereses de la deuda pública y en la reactivación económica, como han propuesto diversos economistas, mediante emisión directa al gobierno.

En todo caso es preciso preservar a la economía de los peligros potenciales de una nueva crisis en el sector financiero como hubiese sido el caso en agosto del 2002 de no haber actuado el emisor oportunamente en este mercado. El elevado volumen de la deuda, sus altos intereses y la consecuente vulnerabilidad que se deriva de estos hechos para la economía, hace temer a algunos economistas que ciertas políticas conduzcan al desplome del precio de los TES con graves efectos patrimoniales sobre sus poseedores y de elevados intereses de la deuda pública, lo que exige el diseño de políticas que despejen el panorama de tales riesgos.

La propuesta de Cabrera y González contempla un cambio en el manejo de deuda interna en el que se sustentaría el precio de los títulos de deuda pública, eliminando tales riesgos.”Para lograrlo, el Ministerio de Hacienda debe cambiar su estrategia de colocación de TES en el mercado de manera que no fije la cantidad a colocar, sino la tasa que está dispuesta a pagar. Con el crédito del Banco Emisor y sus excedentes de Tesorería, el Gobierno sustenta el precio de los TES y hace efectiva su intervención en las tasas, logrando que se vuelva realidad la premisa

---

<sup>58</sup> La gran concentración de los inversionistas institucionales en estos títulos del gobierno llevó a que, ante una imprudente decisión del viceministro de Hacienda Alberto Carrasquilla de realizar una subasta en momentos de gran desconfianza del mercado, se produjesen graves pérdidas para fondos de pensiones, fiduciarias, bancos y en general poseedores de estos títulos, por la elevación inmoderada de la tasa de interés deuda pública.



básica de los mercados financieros de todos los países: que la deuda pública es la de menor riesgo y por lo tanto, su rendimiento debe ser menor que los otros papeles del mercado”

Un mecanismo que podría adoptarse y que podría influir en tasas de interés de más largo plazo, es el de sustentación de precios mediante una tabla de recompras con descuentos según plazos, que eviten una caída muy fuerte en el mercado, a la manera como se hizo por ejemplo con el desmonte del anterior régimen cambiario a principios de los noventa cuando el mercado pasó a definir la tasa de cambio<sup>59</sup>. Se trataría de un mecanismo de transición orientado a contribuir a desactivar la “bomba” de la deuda pública mediante compras con recursos de préstamo del Banco de la República al gobierno y el establecimiento de un piso al precio y por ende un techo al alza de la tasa de interés de la deuda pública interna. Contrariamente al diseñado a principios de los noventa que buscaba suavizar la transición de un sistema cambiario altamente controlado a otro en que el mercado fijaría la tasa de cambio, en esta ocasión dicho mecanismo de transición buscaría recuperar la capacidad de intervención del estado en un campo vital como es el de la deuda pública

Evidentemente la creación de tal mecanismo puede comportar costos, pero sus beneficios serán mayores. Parafraseando a Jorge Iván Gonzáles, quien recientemente señalaba como la utilización de US \$ 200 millones de reservas desde la perspectiva social para algunos podían parecer muy cuantiosas, mientras desde la óptica de una política monetaria US \$ 1.000 millones para propósitos de estabilidad de la tasa de cambio podrían ser poco,<sup>60</sup> puede afirmarse que el propósito de estabilizar la situación fiscal es sin duda una prioridad nacional a la que deberían dedicarse recursos que coadyuven a reducir el elevado volumen de TES y de paso contribuir a mantener la tasa de interés dentro de márgenes aceptables e inclusive influir en las de mas largo plazo. La introducción de tal mecanismo desde luego exige un seguimiento muy serio, que contemple otros factores determinantes del ciclo económico, y la prudencia en su

---

<sup>59</sup> Banco de la República, “Transición del régimen cambiario colombiano” Notas editoriales, Revista junio de 1992.

<sup>60</sup> Jorge Iván Gonzáles en presentación en seminario sobre el ALCA en junio de 2003

utilización que evite caer en exagerada expansión monetaria, que a la postre pueda ampliar los desequilibrios.

## **B. INDEPENDENCIA DE LA OFERTA Y DEMANDA DE DINERO E INDEPENDENCIA DE LOS MERCADOS REAL Y MONETARIO**

Justamente en el supuesto implícito de la independencia entre la oferta y demanda de dinero e independencia entre los mercados real y monetario radica la diferencia conceptual básica entre los defensores y contradictores de la emisión como instrumento anticíclico en la situación recesiva de los últimos años. Steiner y Salazar acusan a los defensores de la emisión de tener “limitaciones conceptuales” al desconocer que la emisión causará un exceso de oferta de dinero y en consecuencia un incremento de precios o caída de reservas.<sup>61</sup> Si bien reconocen que si ocurriese un aumento en la demanda de dinero, el aumento en la oferta vía financiamiento mediante emisión podría ser eficiente en ayudar a volver sostenible el financiamiento de la deuda, simplemente optan por suponer que el aumento de la demanda de dinero *no* ocurre; es decir, en la práctica suponen *total independencia de la oferta y la demanda de dinero*.<sup>62</sup>

Contrariamente al pensamiento tradicional, un aumento del gasto público con fines de reactivar la demanda bajo coyuntura recesiva, requiere para hacer efectiva dicha reactivación, de un aumento en la oferta de dinero so pena de sufrir un “congestionamiento”. Al respecto vale la pena citar en extenso a Davidson:<sup>63</sup>

---

<sup>61</sup> Steiner y Salazar, Op. cit

<sup>62</sup> En estos mismos supuestos implícitos se apoyan los programas de ajuste del FMI. Véase Helena Villamizar, “Elementos para el análisis de los programas de ajuste” en Universidad Nacional de Colombia, Cuadernos de Economía # 16, segundo semestre de 1991, Bogotá, Colombia.

<sup>63</sup> Davidson Paul, “Por qué importa el dinero: Lecciones de medio siglo de economía monetaria” en Economía poskeynesiana, José Antonio Ocampo editor, FCE primera edición, México, 1988

*“Sin embargo, cuando la demanda de saldos para transacciones es una demanda para realizar los gastos planeados durante el período de ingreso contractual, la especificación correcta de  $L_t$  (demanda de dinero motivo transacción) es:*

$$L_t = \alpha C + \beta I$$

*Donde  $C$  es la demanda de consumo planeada (a cada nivel de  $Y$  (ingreso),  $I$  es el gasto de inversión planeado y  $\alpha$  y  $\beta$  son constantes. La ecuación implica que todos los parámetros de la función de demanda de bienes correspondientes a las familias, los inversionistas y los gobiernos son también parámetros de la función de demanda de dinero. Así pues, cada vez que ocurre un desplazamiento exógeno de la función de demanda agregada de bienes, se desplaza la función de demanda de saldos para transacciones. (Esa interdependencia no debería ser tan sorprendente como podría parecer a primera vista. Después de todo en los libros de texto elemental los economistas han señalado siempre que la demanda de bienes depende del deseo más la capacidad de pago. En una economía monetaria, la capacidad de pago implica la posesión de saldos para transacciones)”*

Por su parte, Keynes, citado por Davidson decía “Si las decisiones de inversión están – digamos- creciendo, el financiamiento adicional implicado constituirá una demanda adicional de dinero. En otras palabras, **un aumento de los gastos de inversión planeados conducirá normalmente a un aumento de la función de demanda agregada de dinero, incluso antes de que se realicen los gastos**” (las negrillas son mías).

Así pues, desde el punto de vista de estos autores, una emisión con destino a apoyar por ejemplo un plan de inversión del gobierno, esto es, la generación de un gasto exógeno, genera igualmente una ampliación de la demanda de dinero. Contrariamente al punto de vista de Salazar y Steiner, otras escuelas de pensamiento desvirtúan dicha independencia entre la oferta y la demanda de dinero. Antes bien, la oferta de dinero es endógena, se origina en el proceso productivo, siendo la demanda de moneda la que produciría el resultado de la oferta. Experiencias recientes, en períodos de recesión en que aún existiendo posibilidades de

ampliación de la moneda por expansión secundaria esta no ocurre, son ilustrativas a este respecto. El gobierno, como actor de primer orden en la economía, puede dar lugar a la creación de esa demanda y, en consecuencia, la ampliación de la oferta de dinero que se produce *en respuesta a esta demanda* no resulta de manera alguna excedentaria.

Así, la propuesta de emisión para financiar al sector público con fines de reactivación correspondería justamente a la situación descrita por Joan Robinson y otros autores keynesianos, de oferta de dinero endógena, en que la preexistencia de una demanda adicional de dinero para hacer trabajar el capital que en recesión está ocioso, generaría la oferta través de un crédito del emisor. En este caso, contrariamente a la predicción de los opositores de dicha política, la emisión equilibraría la demanda de dinero prevista para ampliar el producto; de manera que de no satisfacerse dicha demanda de dinero previa con un aumento correspondiente de la oferta monetaria, se frustraría el aumento de la producción potencial. Dicho aumento del producto a su vez lo posibilitarían las condiciones de desempleo y capacidad subutilizada como las que caracterizan la situación actual de la economía colombiana. Como dice Joan Robinson la ecuación cuantitativa del dinero bien puede leerse de derecha a izquierda.

Aún si el crédito al gobierno no constituyese demanda previa de dinero, y aceptásemos que es la oferta por la emisión dirigida al sector público la que antecede a dicha demanda, al afirmar que esta se traduce en un exceso de oferta monetaria se está asumiendo que la demanda de dinero es inmutable. ¿Por qué dicho aumento de la oferta no puede acompañarse de una ampliación de la demanda de dinero? ¿Al surgir una nueva demanda, por ejemplo para obras públicas, los ingenieros y obreros cesantes, las fábricas con capacidad subutilizada, no requerirán de dinero adicional para poner en marcha la nueva producción incentivada por la vía de la emisión para gasto público? ¿A su vez, las demandas derivadas de los ingresos creados por este primer impulso de nueva demanda gubernamental, es decir por los efectos multiplicadores del gasto público, no generarán nuevas demandas monetarias? ¿Por qué no, si existe desempleo y capacidad subutilizada?

Steiner y Salazar suponen que la demanda por bienes que acompañaría la emisión sería inflacionaria como si existiese pleno empleo. Igualmente, Antonio Hernández Gamarra, como codirector del Banco de la República, en diálogo con Mauricio Cabrera sobre la propuesta de este último y de Jorge Iván Gonzáles de sustitución de deuda costosa, argumentaba que “...desde los tiempos de David Hume se sabe que si los agentes económicos no desean mantener el dinero en circulación tratarán de deshacerse de él aumentando su gasto nominal y a la larga produciendo un aumento de los precios en la economía”. Justamente en momentos de recesión que la gente quiera “deshacerse” del dinero *gastando*, demandando dinero motivo transacción, reactiva la demanda; por lo demás, cuando existe amplia capacidad subutilizada y considerables recursos desempleados, no tendría porque presentarse situaciones de alta inflación.<sup>64</sup>

Así pues, la demanda de dinero por transacción que Hicks denomina “involuntaria” puesto que no se demanda el dinero por si mismo sino como medio de cambio, es también demanda de moneda que se crearía conjuntamente con la creación de oferta en planes de gasto del gobierno, invalidando así la tesis de que esta solo generaría excesos de oferta de dinero<sup>65</sup>

Ahora bien, aún existiendo estos factores “favorables” para que la emisión no sea inflacionaria, un elemento que podría convertirse en verdadero cuello de botella para que ella rindiese sus frutos, sería la escasez de divisas que impidiese importar las materias primas que fuesen necesarias para la nueva producción. Ello, en la práctica, constituiría un problema de inelasticidad o incapacidad de respuesta de la oferta en el corto plazo. Pero es evidente que para este mal existirían otras políticas que guarden congruencia con la emisión y permitan la efectiva reactivación de la economía.

---

<sup>64</sup> Hernández Gamarra Antonio, en entrevista paralela con Mauricio Cabrera en Colombia Analítica, Op.cit

<sup>65</sup> Hicks, citado por Jorge Iván González en “Macroeconomía, volatilidad financiera y tasa de sacrificio en Colombia” en Universidad Nacional de Colombia, Cuadernos de Economía volumen XVIII #30, primer semestre de 1999, Bogotá

En síntesis, la mayor parte de los críticos de la propuesta de financiar al gobierno con recursos de emisión, al igual que los técnicos del FMI, razonan como si el factor tiempo no existiese; como si los rezagos referidos, los efectos dinámicos de ciertas medidas no tuviesen cabida en la realidad. Al afirmar que finalmente la emisión ocurre mediante el traslado de las utilidades del Banco de la República al gobierno al final del período,<sup>66</sup> al parecer pretenden desvirtuar la importancia de la propuesta, haciendo equiparables los efectos de una u otra medida de financiamiento (crédito al inicio del período o entrega de utilidades al final del mismo). El hacer equivalentes las dos medidas, de otorgamiento de crédito anticíclico y el traslado de utilidades al gobierno, carece de validez no sólo en cuanto a los efectos fiscales, sino, lo que es más importante, en lo que respecta a las consecuencias sobre la actividad económica. Tal error de apreciación radica en hacer abstracción nada menos que del factor tiempo, que junto con el dinero y la incertidumbre constituyen elementos centrales en la teoría de las crisis.

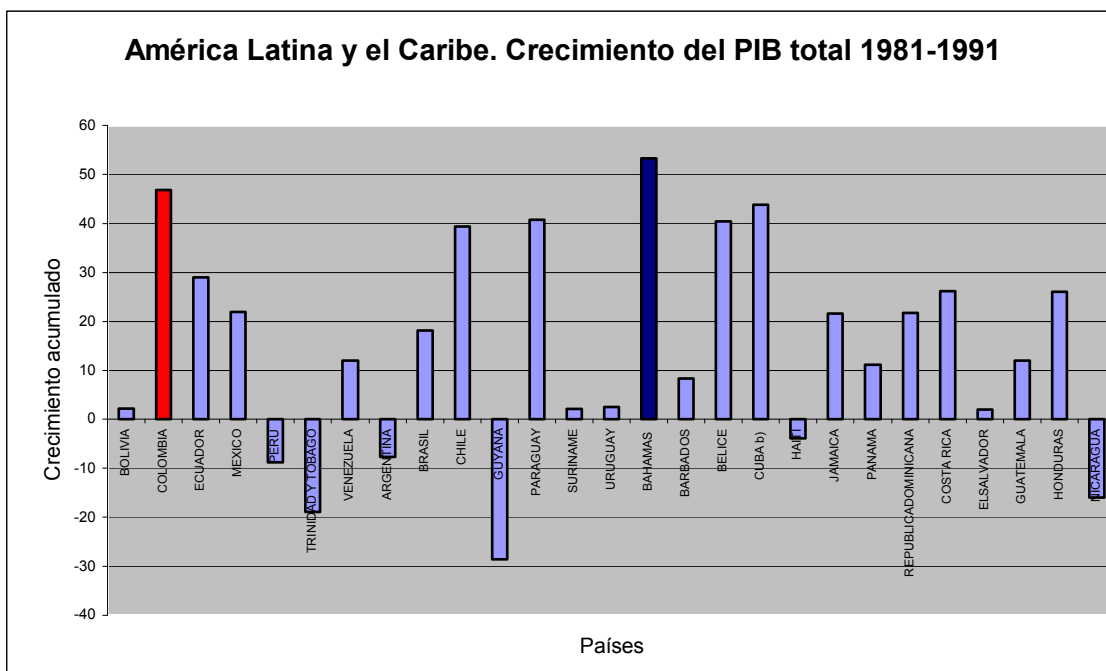
---

<sup>66</sup> Lo cual tampoco es estrictamente cierto puesto que dicho traslado en algunas operaciones no corresponde a nuevo poder de compra creado sino al traspaso de unas manos a otras

#### IV. LA EMISIÓN EN LOS OCHENTA

En la década de los ochenta la economía colombiana registró no sólo el mayor crecimiento en América Latina, sino, además, el más estable.<sup>67</sup> Dicho comportamiento contrasta con el de varios países en la región, algunos de los cuales no sólo presentaron caída del producto, sino lo que es peor aún, experimentaron hiperinflación. Tan notable fue la diferencia en la evolución económica de Colombia que hasta hace muy pocos años se distinguía en el concierto de la región como la economía más estable y más aún, por ser una de las menos volátiles en el mundo en desarrollo.

Gráfico 12



Fuente: CEPAL

<sup>67</sup> Excluido Cuba cuya contabilidad nacional no es comparable, de Bahamas y de algunas islas muy pequeñas en el Caribe

¿Dónde radica la marcada diferencia en la evolución de Colombia en este dramático período de la América Latina, el cual La CEPAL acuñó bajo el término de “década perdida”? Varios factores explican dicho comportamiento. En primer lugar, las acertadas políticas cambiarias seguidas en la década de los setenta, cuando el mundo experimentó grandes cambios en la liquidez internacional y una creciente volatilidad en los mercados de capitales, a raíz de los choques petroleros y del rompimiento de los tipos de cambio fijos de Bretton Woods, Colombia siguió una trayectoria en materia de endeudamiento en contravía de lo que indicaban las fuerzas del mercado.

El estatuto cambiario de la época permitió la utilización del control de cambios de manera flexible, habiéndose limitado las corrientes de deuda, ávidas de colocarse en las economías en desarrollo. Años más tarde, al estallar la crisis de la deuda mexicana, Colombia pudo enfrentar las dificultades propias de la crisis extendida a América Latina con una reducida cuota de sacrificio gracias a la menor fragilidad financiera frente a la de la región.

Pero no sólo fue este factor de su historia económica reciente lo que distinguió a Colombia en los ochenta. Lo fue también, y de manera fundamental, la política económica seguida para enfrentar la crisis. En contraste con otros países que siguieron la vía de la “sabiduría convencional” para efectuar el ajuste, permitiendo devaluaciones masivas para equilibrar sus balanzas de pago, junto con el consabido remedio de reducción de la demanda agregada, Colombia se distinguió por una política claramente anticíclica en la cual jugó un papel fundamental el crédito del Banco de la República al gobierno. Los gráficos 12 a 18 tomados del Banco de la República<sup>68</sup> muestran la notable expansión monetaria dirigida al gobierno en los primeros años de los ochenta. Estos porcentajes que hoy escandalizarían a más de uno, permitieron dar un impulso a la demanda agregada contrarrestando así las fuertes caídas en este agregado provenientes del sector externo.

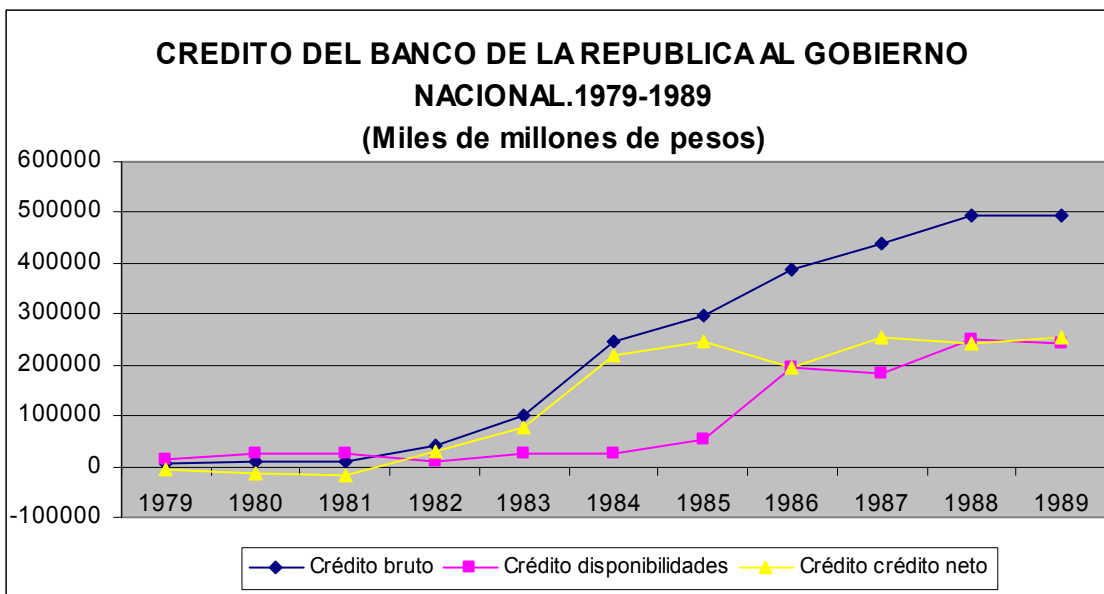
---

<sup>68</sup> Banco de la República, “Crédito del Banco de la República al gobierno, Notas editoriales Revista noviembre de 1989.



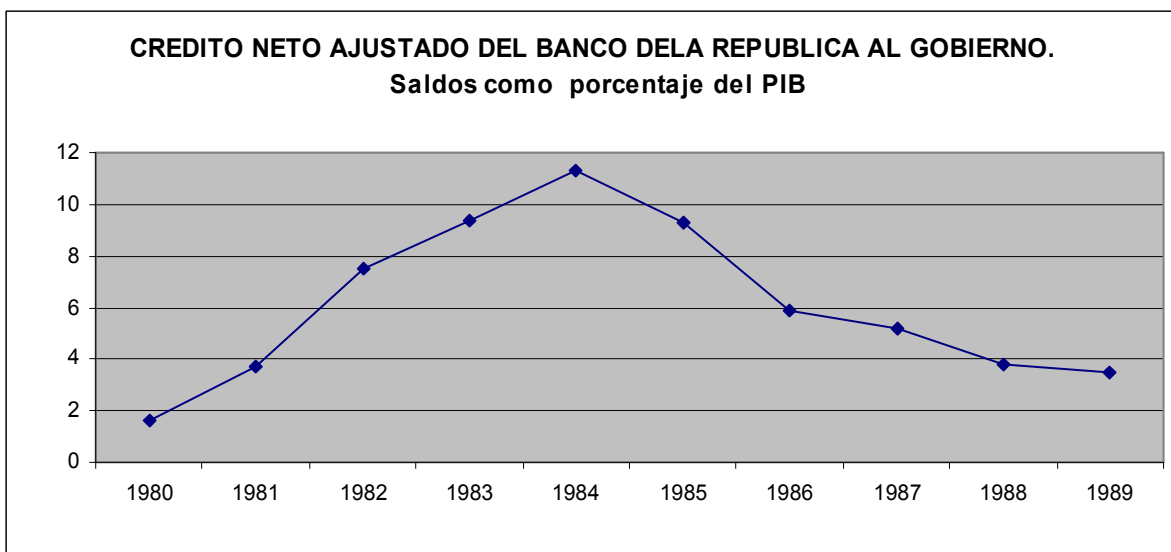
Cualquiera que sea el indicador que se tome, todos ilustran una considerable ampliación de la liquidez con destino al sector público en los primeros años de la década de los ochenta hasta 1984, período en que la crisis de la deuda de América Latina se manifestó con toda su fuerza. Así, por ejemplo, el crecimiento del crédito neto real al gobierno a precios de 1979 superó el 100% en 1981 y 1982 y el 28% en los dos años siguientes. En términos del PIB, el saldo de dicho crédito pasó del 1.6% en 1980 al 3.7%, 7.5%, 9.4% y 11.3% en los años 1981 a 1984 respectivamente. Como porcentaje de los ingresos corrientes del gobierno, a su vez, el flujo de estos recursos al gobierno representó porcentajes superiores al 30% en estos años, alcanzando un 60% en 1982 y casi un 50% en 1984. Con relación a los cambios en la oferta monetaria dichos créditos representaron más del 100% de M1 en estos años. A partir de esta fecha todos los indicadores anteriores inician un descenso, constituyéndose las dos tendencias anotadas en una verdadera política anticíclica.

Gráfico 13



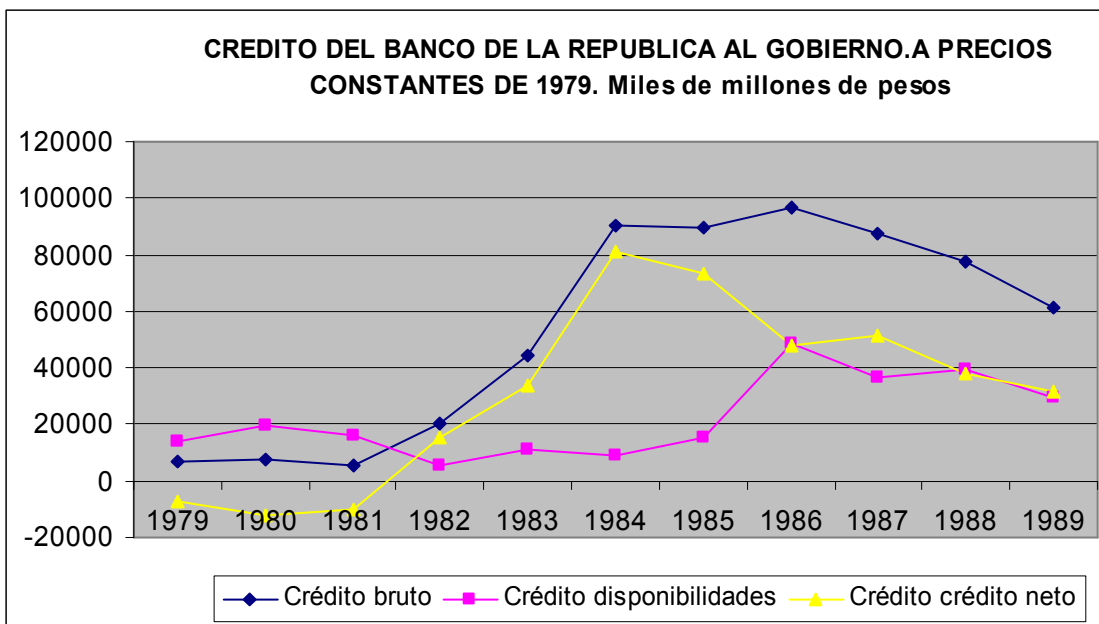
Fuente: Banco de la República, Notas Editoriales, Revista 745, noviembre de 1989

Gráfico 14



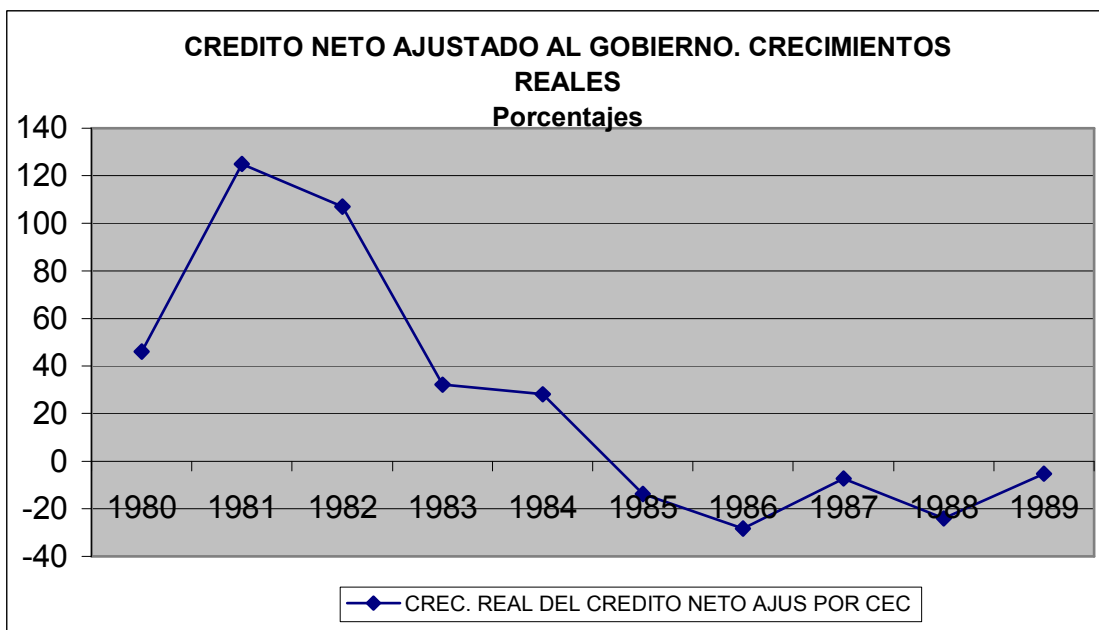
1/  
Para hacer comparables las cifras con períodos anteriores, se utiliza el crédito neto ajustado al gobierno que corresponde al crédito bruto menos las disponibilidades de la tesorería en el Banco de la República y se ajusta considerando los traslados de la cuenta especial de cambios al gobierno como créditos. Banco de la República, Notas editoriales, Revista No 745, noviembre de 1989

Gráfico 15



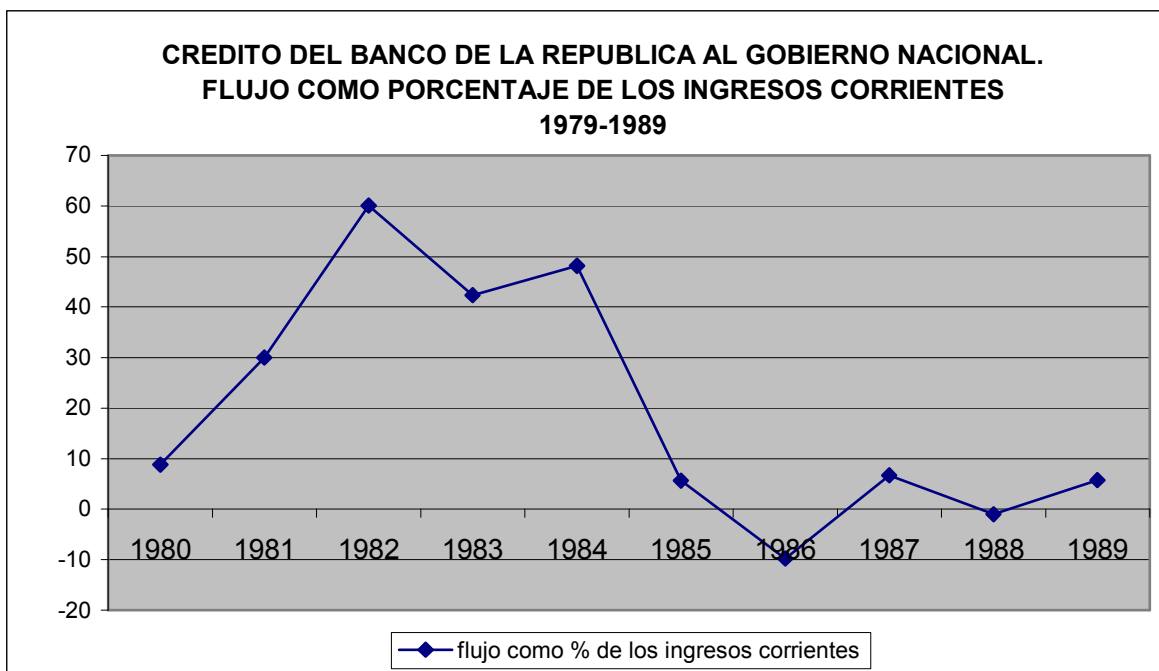
Fuente: Banco de la República, Notas Editoriales, Revista 745, noviembre de 1989

Gráfico 16



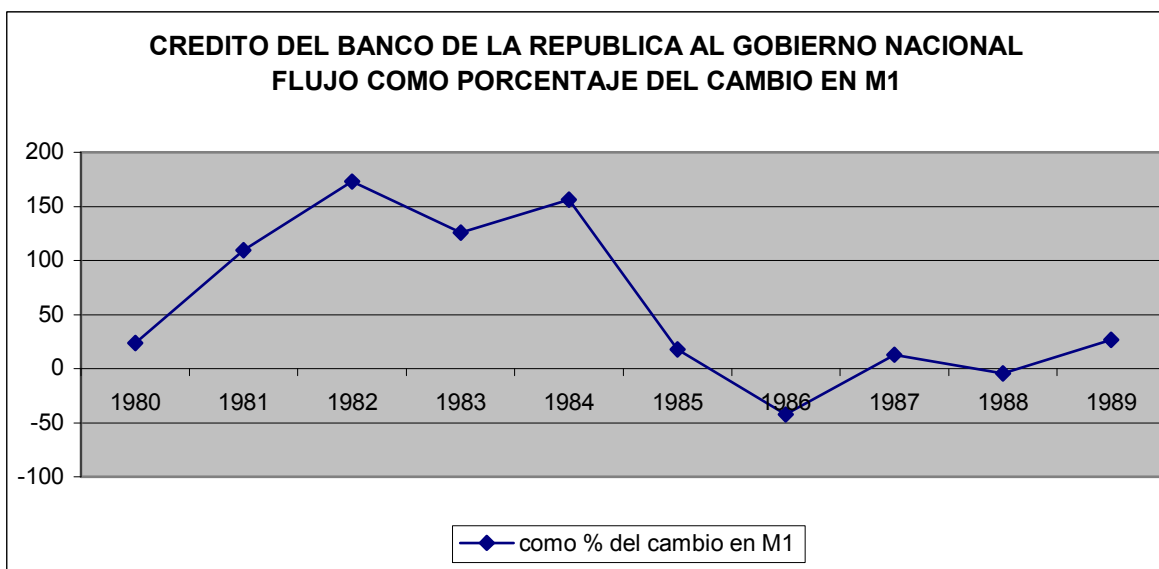
Fuente: Banco de la República, Notas Editoriales, Revista 745, noviembre de 1989

Gráfico 17



Fuente: Banco de la República, Notas Editoriales, Revista 745, noviembre de 1989

Gráfico 18



Fuente. Banco de la República, Revista 745, noviembre de 1989

¿Cuáles fueron los resultados de la referida política expansiva? La inflación, presentó una tendencia decreciente entre 1979 y 1983 años en que se dio la mayor emisión. En 1984 aumentó 1.7% y en 1985, cuando el crédito neto al gobierno se tornó negativo, se incrementó en 4%, influida por la fuerte devaluación del peso. Este comportamiento contrasta con el de numerosos países de América Latina que sufrieron una apreciable ampliación de los precios, resultado de los efectos explosivos de las políticas procíclicas seguidas.

Ahora bien, basándose en el enfoque monetario de la balanza de pagos, diversos autores, entre ellos Steiner y Salazar, atribuyen la caída de reservas ocurrida en este período a la emisión, es decir a la creación de un exceso de oferta de dinero.<sup>69</sup> Es claro que en el período cayeron las reservas internacionales en sumas importantes. Sin embargo, también es indudable que en aquella época la caída de reservas obedeció a fenómenos reales de innegable importancia y que van más allá que la simple ecuación monetaria. Veamos unos pocos.

1- Venezuela y Ecuador experimentaron crisis cambiarias de importantes proporciones que condujeron a caídas de sus ingresos y a devaluaciones del sucre y el bolívar de gran magnitud. Estos dos países en conjunto representaban más de un tercio de nuestro mercado exterior para los productos no tradicionales. Ninguna de las crisis internacionales ocurridas en los noventa tuvo un impacto comparable en términos de pérdida de mercado para Colombia al ocurrido por los fenómenos señalados en esos países en los primeros años de la década de los ochenta.

2- La crisis de América Latina significó un cierre de los mercados de capitales para la región, comportamiento que afectó a Colombia por estar situada en “un mal vecindario”, de tal manera que los influjos que años antes permitían financiar déficit en cuenta corriente o inflar las reservas prácticamente desaparecieron.

---

<sup>69</sup> Steiner y Salazar, Op.cit.

- 3- Las presiones cambiarias de Venezuela y Ecuador afectaron el mercado cambiario colombiano a través de la convertibilidad que tenían estas monedas en la frontera, fenómeno que se manifestó en un mayor deterioro en la cuenta de servicios
- 4- Otros mercados latinoamericanos en la práctica también se cerraron para nuestras exportaciones por el ostensible deterioro de su ingreso, devaluaciones y prácticas proteccionistas para hacer frente a la crisis.
- 5- La crisis internacional cuyo detonador fue precisamente el alza de las tasas de interés en Estados Unidos, significó una ampliación del servicio de la deuda
- 6- Los precios de los bienes primarios se desplomaron determinando una fuerte caída en los términos de intercambio, lo que en países en desarrollo generalmente se traduce en severos efectos sobre sus balanzas de pagos.

Afirmar entonces que la caída de reservas ocurrida en los primeros años de los ochenta se debió al financiamiento del déficit fiscal es excesivamente simplificador. No hay que olvidar que el enfoque monetario revela simplemente una igualdad, pero no indica causalidades. Luego, es posible que de no haberse dado dicho financiamiento y su correspondiente impulso a la demanda, la caída de reservas habría podido ser muchísimo mayor por pérdidas mayores de la confianza y el clima de los negocios en la economía y por las potenciales mayores fugas de capitales que habría ocasionado una economía en crisis.

Que dicha política anticíclica expansiva tuvo resultados benéficos para la economía resulta innegable al comparar la evolución de la economía colombiana en la década de los ochenta con el resto de la región. Por si cabe alguna duda, es claro que el ajuste mediante caídas de reservas en los ochenta resultó menos doloroso que lo acontecido en los últimos años en Colombia en que asistimos a una considerable caída del PIB en 1999 y a muy bajas tasas de crecimiento en la

segunda mitad de los noventa a tal punto que en los últimos cinco años tan sólo en el año 2000 el país registró un crecimiento del PIB per cápita y en magnitudes muy inferiores a las de las décadas anteriores. Desde luego, la citada política anticíclica fue aplicada dentro de un marco de políticas consistentes que garantizaron su éxito. La situación actual exige el diseño de políticas coherentes que permitan reactivar la demanda y alcanzar mayores tasas de crecimiento. Ello desde luego exige un replanteamiento del actual modelo.

## V. CONCLUSIONES

Al igual que América Latina y diversos países en desarrollo, Colombia vivió una verdadera transformación en sus políticas e instituciones económicas en los años noventa, cuyos resultados, transcurridos ya casi tres lustros, es posible evaluar. Estos arrojan un panorama desolador no sólo en términos del crecimiento, sino de un grave desempleo que en el caso colombiano reviste mayor dramatismo, pues este se convierte en un verdadero combustible para la guerra que vive esta nación. Aún cuando la inflación se redujo, la distribución del ingreso se deterioró severamente en el curso de la última década y los niveles de pobreza se ampliaron cobijando hoy al 64% de la población, de la cual once millones de colombianos conforman una población de “excluidos”; es decir, bajo situaciones de extrema miseria. Ello demuestra que es un mito gratuito creer que la inflación es el peor flagelo para los pobres; la lucha contra esta no puede divorciarse de la búsqueda del crecimiento y el empleo.

La ostensible pérdida de dinamismo frente a décadas pasadas se acompañó de serios desequilibrios tanto externos como internos y de una preocupante ampliación de la deuda pública, lo que ha incrementado en grado sumo la vulnerabilidad de la economía y compromete seriamente el crecimiento futuro.

En los últimos años se produjo una verdadera explosión de la deuda pública al pasar de 14% en 1996 al 55% del PIB en la actualidad, comparado con un 11% en promedio durante el período 1923-1996. Por su parte las políticas de financiamiento del déficit contribuyeron considerablemente al deterioro de la situación fiscal. El pago de intereses pasó de representar el 0.3% del PIB en 1990 a casi 4 puntos en la actualidad, constituyéndose en un pesada carga para el presupuesto nacional, y en una situación que tiende a ser explosiva, al superar los intereses, y en elevada proporción, la tasa de expansión de la economía



Es evidente que el problema de la deuda reclama urgente atención. Diversos autores han planteado propuestas muy serias que contemplan desde la sustitución de intereses de deuda interna hasta prepagos de deuda externa, las cuales significarían sustanciales ahorros para el presupuesto nacional y posibilitarían un mayor gasto en pro del crecimiento y un verdadero proyecto de paz.

Pero quizás una de las peores consecuencias de las “transformaciones” de los noventa fue la pérdida de gobernabilidad para la economía colombiana. El conflicto entre esta y la globalización se manifestó con gran intensidad en la muy ineficiente manera en que nos insertamos en la economía internacional en estos años y en el abandono de importantes instrumentos de política para el crecimiento con estabilidad, que llevaron a la economía a una situación de extrema vulnerabilidad

Ante este crítico panorama la respuesta de las autoridades económicas ha sido la de aumentar la dosis de un remedio evidentemente nocivo. En los últimos cuatro años el país se ha sometido a dos acuerdos con el FMI, que como es habitual, contemplan políticas recesivas y una condicionalidad lesiva a los intereses de los países abarcando campos cuya legitimidad resulta muy discutible y cuyos efectos, en términos de restablecer el crecimiento y de reducir los desequilibrios macroeconómicos han sido opuestos a los predicados<sup>70</sup>.

Ante la manifiesta ineficiencia de las políticas la suerte de la economía se está haciendo depender, como nunca, de factores exógenos, es decir, del “sentimiento de los inversionistas extranjeros”. Refiriéndose a las recomendaciones del FMI en la crisis del ASIA Joseph Stiglitz decía: “Era algo verdaderamente irónico-si cabe utilizar un adjetivo tan suave-: en octubre de 1997, al despuntar la crisis, el Fondo estaba recomendando la expansión precisamente de las políticas que subyacen a la creciente frecuencia de las crisis”...“Es difícil creer que estos propagandistas no hubieran visto los datos que probaban que los flujos de capital son

---

<sup>70</sup> Véase informe de la Contraloría General de la República, nota # 8 y #9

*procíclicos*. Es decir, los capitales salen del país en una recesión, precisamente cuando el país más los necesita, y afluyen durante una expansión, exacerbando las presiones inflacionarias”<sup>71</sup> A la luz de los resultados de las políticas de ajuste aplicadas, esta afirmación tiene plena validez para el caso colombiano.

En contraste con la experiencia de los noventa, los años setenta y ochenta constituyen una página honrosa para los economistas colombianos. La mayor independencia de las políticas económicas de los altos centros de poder mundial permitió enfrentar la crisis de la deuda con una fragilidad financiera muy inferior a la de América Latina en la época y sustancialmente menor a la que hoy exhibe Colombia en un círculo vicioso que profundiza los desequilibrios, en contravía a las promesas de sus reformadores

Es innegable que el ajuste de los ochenta condujo al país a la rápida recuperación del crecimiento con estabilidad. En el último quinquenio la economía creció en promedio 4.6% y en 1990 se había alcanzado un claro equilibrio macroeconómico. En contraste, actualmente, después de cinco años de reducción del PIB per cápita con excepción del 2000, aspiramos a tasas de crecimiento famélicas y con crecientes desequilibrios. Es un hecho que los programas de ajuste ni siquiera lograron la estabilización.

*La emisión para el financiamiento del sector público, jugó un papel trascendental en el ajuste de los ochenta.* Si bien en el período cayeron las reservas internacionales en sumas importantes, ello obedeció a fenómenos reales de innegable importancia que van más allá de la simple ecuación del enfoque monetario. Justamente las reservas internacionales permitieron ejercer la soberanía nacional evitando un ajuste excesivo en el gasto. Probablemente en ausencia de la emisión como instrumento anticíclico se hubiese producido una mayor caída de reservas por serios deterioros en la confianza y mayores fugas de capitales propias de economías en crisis, como fue el caso de Argentina a fines de 2001 y como ha ocurrido en Colombia bajo el actual

---

<sup>71</sup> Stiglitz Joseph, Pág. 134

programa de ajuste con el FMI, en que la recesión se ha traducido además en irreparables pérdidas de capital humano.

La exitosa experiencia de ajuste de los ochenta permite afirmar que una de las transformaciones de los noventa particularmente nociva fue el abandono de la política anticíclica de la *emisión directa para financiar al gobierno*. Alrededor de esta se han tejido grandes mitos. Sus críticos razonan como en la más pura tradición clásica, como si existiese el pleno empleo, o bien, como si el producto fuese inmodificable, de tal manera que aquella sólo podría derivar en inflación y o en pérdida de reservas pues, según su concepción, la emisión automáticamente generaría un exceso de oferta de dinero. Como en el pensamiento clásico, existiría una dicotomía entre el mundo real y monetario

Bajo las circunstancias de la economía colombiana en los últimos años, de elevado desempleo y amplia subutilización de capacidad instalada, tal resultado de exceso de oferta monetaria sólo puede derivarse del supuesto de inmutabilidad de la demanda de dinero, de independencia entre la oferta y demanda monetaria y de independencia entre la oferta y demanda agregada en la economía, condiciones que están muy lejos de corresponder a la realidad.

Por otra parte, los críticos de la emisión desconocen los efectos dinámicos de las políticas, el factor tiempo, que conjuntamente con el dinero, introducen la incertidumbre y determinan la irreversibilidad de las decisiones y por lo tanto hacen que no se produzca la equivalencia entre las distintas políticas de financiamiento del déficit fiscal, según se discutió en el capítulo III. Razonan como si las decisiones de ahorrar fuesen decisiones inseparables de las de invertir; como si en la práctica, la reducción del gasto público, se tradujese en nuevas actividades de inversión, de gasto futuro de “alguien” ya sea el inversionista extranjero o de cualquiera; como si dicho “ahorro público” mediante ampliación del superávit primario por la vía de mayores impuestos y menor gasto (no selectivo) bajo situaciones recesivas, no condujese a destrucción de ingresos, a pérdida de actividad económica y por consiguiente a ampliación del déficit.

En resumen, desconocen los efectos dinámicos que diferencian claramente dichas políticas de la emisión, la cual permite generar un *ingreso o producto adicional sin que exista ningún ahorro previo* y, sin que, bajo existencia de recursos ociosos, la creación de este nuevo poder de compra derive necesariamente en inflación o caída de reservas. Esto es, desconocen la capacidad del sistema crediticio en el mundo monetario moderno de financiar gastos *discrecionales* que no están respaldados por un ingreso corriente.

Lo ocurrido en el primer trimestre de 2003, en que la economía creció 3.8% por efecto de una ostensible ampliación del gasto público y de una importante emisión directa mediante traslado de utilidades del Banco de la República al Gobierno, y de estímulos a la construcción, contradice la tesis de los opositores a la utilización de este instrumento anticíclico, políticas que por lo demás fueron duramente condenadas por el equipo del presidente Uribe en la campaña cuando fueron propuestas por el candidato oficial del liberalismo como una salida a la crisis. Se habrían ahorrado sacrificios a la economía mediante una aplicación más temprana de dichas políticas anticíclicas y sin discursos que contradicen los hechos y que sólo quiebran la confianza y el clima de los negocios.

Igualmente tuvo efecto positivo sobre el crecimiento, la devaluación y las bajas tasas de interés ocurridas en el 2002. La continuidad de esta incipiente recuperación se ve sin embargo amenazada por la ola de despidos de entidades públicas y por la probable continuidad de las acciones contempladas en el programa con el FMI, cuyos efectos recesivos y desestabilizadores han sido evidentes.

El paradigma impuesto en estos últimos años permite la emisión al gobierno pero sólo cuando ella se hace indirectamente, lógica que corresponde a la llamada “financiarización” de las economías en que son los intereses del capital financiero los que prevalecen sobre los de la actividad productiva. La sabiduría convencional no advierte los “peligros de la emisión” si esta genera rentas a agentes privados ya sea internamente mediante compra de títulos de deuda en el mercado secundario, o a agentes en el exterior, a través de créditos externos para su conversión

a pesos. El Acuerdo firmado con el FMI de hecho sólo permite emisión directa al gobierno cuando “...el financiamiento externo e interno se encuentre seriamente limitado debido a eventos exógenos, al tiempo que el programa, incluyendo las reformas estructurales, esté avanzando exitosamente” (punto 19)

A tal grado llegó el apego al abandono de este vital instrumento de política anticíclica de la emisión directa al gobierno, que algunos economistas llegaron a proponer el abandono de la soberanía monetaria adoptando la dolarización de la economía. La lamentable crisis argentina por fortuna libró a varias economías latinoamericanas de semejante despropósito, al menos en el corto plazo.

Uno de los principales argumentos a favor de la colocación de títulos de deuda interna versus emisión, que tampoco ha dado frutos, es el del desarrollo de un mercado de capitales. Por el contrario el mercado de TES coadyuvó al debilitamiento de la inversión privada al abandonar en la práctica los intermediarios financieros e inversionistas institucionales, su verdadero objetivo de canalizar el ahorro hacia la inversión productiva. Tampoco se ha logrado la creación de papeles a largo plazo; a la luz de lo ocurrido en los últimos tiempos lo avanzado en este caminos se ha ido desdibujando y las acciones cada día representan una fracción más insignificante de las operaciones bursátiles.

Por su parte, la inconveniente concentración de títulos de deuda pública en manos de las propias entidades públicas ha generado expectativas negativas sobre la dimensión del verdadero desequilibrio fiscal, y la concentración igualmente elevada en manos de intermediarios financieros también reduce los márgenes de acción de las autoridades frente a la posibilidad de que una política de mayor crecimiento, que pueda incrementar en alguna medida la inflación, pueda producir un descalabro patrimonial por la caída de los precios de dichos títulos. Es verdad que se han perdido márgenes de maniobra pero aún quedan herramientas de intervención, cuyos efectos se diferencian claramente de dejar en manos del mercado la solución al problema de la deuda y cuya utilización es imperativa, so pena de perder la viabilidad de la economía.

El Banco de la República puede jugar un papel fundamental en la reactivación, como se vio en el primer trimestre de este año, así como en la reducción de los intereses de la deuda pública, cuyo elevado costo explica gran parte del desequilibrio fiscal. Su contribución a desactivar la “bomba” de la deuda pública mediante crédito directo al gobierno que permita diseñar un plan de recompra de dichos títulos, sustentando su precio y por lo tanto ejerciendo un importante poder de determinación en los intereses, es una idea valiosa que debe rescatarse, así como otras propuestas de sustitución de deuda externa por interna. A tal propósito también podrían contribuir los inversionistas institucionales mejorando su rentabilidad y contribuyendo a la reducción de la vulnerabilidad de la economía. Igualmente la reducción del elevado volumen de deuda pública, junto con otras políticas cuidadosas coadyuvaría a que dichas entidades contribuyan al aumento significativo de la inversión en la economía.

Es claro que se requieren remedios al déficit fiscal y cambios estructurales pero *la oportunidad de las medidas* es un ingrediente crucial en el diseño de las políticas. No sobra anotar que la emisión es un instrumento valioso cuya utilización dentro de ciertos límites de prudencia y en determinadas circunstancias puede ser ampliamente benéfica para la economía, como puede ser altamente nociva en coyunturas cercanas al pleno empleo o de alta inelasticidad de oferta

Finalmente, es importante señalar como en la experiencia de ajuste de los ochenta, la emisión no fue la única política exitosa. El financiamiento externo estuvo acompañado de políticas comerciales acordes con la realidad del país y con políticas tributarias correctivas, no sólo en 1985 como se señala frecuentemente. Fue un marco de políticas coherentes el que permitió a Colombia crecer toda la década a tasas muy superiores a las actuales, sin aumentar el desempleo y sin que se produjese un cambio estructural en la tasa de desempleo natural como parece haber ocurrido en América Latina con el cambio de modelo. Ello permite cuestionar no solo los cambios frente a la política de emisión, sino todo un marco de acciones en el que se desenvolvió la economía colombiana en los últimos trece años y que tan deplorables resultados mostró.

## BIBLIOGRAFÍA

Banco de la República, Informe de la junta directiva al congreso, marzo de 2003

Banco de la República, “Crédito del Banco de la República al gobierno”, Notas editoriales Revista noviembre de 1989.

Banco de la República, “Reporte de estabilidad financiera, julio de 2002”, Pág. 63. Las cursivas son mías.

Barrère Alain, “Déséquilibres Economiques et Contrarevolution Keynésienne. Económica. París, 1979, Segunda edición.

Barrere Alain, “Controverses sur le Système Keynésien", Economica, París, 1985

Barrère Alain, « Les Fundements de l'économie Monétaire de production », en Keynes Aujourd'hui, Théories et Politiques, París, 1985.

Cabrera Mauricio y González Jorge Iván, “El desmanejo de la deuda pública”, Cesar Giraldo.

Cabrera Mauricio Respuestas de a Antonio Hernández Gamarra en Colombia Analítica, Entrevistas paralelas  
CONFIS, Documento CONFIS 03-2003 y asesores 04/2003.

Contraloría General de la república, “Evaluación de los acuerdos Colombia-FMI 1999-2003”, Análisis sectorial y de políticas públicas, Informe 4, cuadro1, Pág.16 en [www.contraloriagen.gov.co](http://www.contraloriagen.gov.co)

Davidson Paul,” Por qué importa el dinero: Lecciones de medio siglo de economía monetaria” en Economía poskeynesiana, Ocampo José Antonio editor, FCE primera edición, México, 1988.

Diario El Tiempo, 31 de mayo de 2003

Dornbush Rudiger, “De la estabilización al crecimiento en América Latina”, Fernando de Holanda Barbosa, Rudiger Dornbush y Mario Enrique Simonsen (Editores). Centro Internacional para el Desarrollo económico, Fundación Getulio Vargas, 1992.

Emmanuel Arguiri, “La ganancia y las crisis”, Siglo Veintiuno Editores, Primera Edición, 1978

Fanelli José María, Frenkel Roberto y, Rozenwurcel Guillermo, “Crecimiento y reforma estructural en América latina. La situación actual” en: ¿A dónde va América latina? Balance de las Reformas económicas; compilador Joaquín Vial, Corporación de investigaciones económicas para Latinoamérica, CIEPLAN, julio 1992.

Fernández Riva Javier, Prospectiva económica y financiera, #385, #386 y

Fernández Riva Javier “El eslabón perdido” en Prospectiva Económica y financiera # 390 de mayo 26 de 2003.

Giraldo Cesar y Mora Oliver, “Hegemonía del capital financiero internacional y política económica en América latina” en “Crisis fiscal y financiera en América latina”, Tercer Mundo editores, ESAP, Bogotá, julio de 1998.

González Jorge Iván, “la deuda interna al servicio de la política monetaria” en Crisis fiscal y financiera en América Latina, Tercer Mundo editores, ESAP, Bogotá, julio de 1998.

González Jorge Iván en “Macroeconomía, volatilidad financiera y tasa de sacrificio en Colombia” en Universidad Nacional de Colombia, Cuadernos de Economía volumen XVIII #30, primer semestre de 1999, Bogotá

Grellet Gérard,” Le Principe des Avances et la Théorie Keinesienne de l’emploi »en Controverses sur le système keynésien, Recherches Panthéon Sorbonne. Université de Paris I. Economica, Paris 1976.

Hernández Gamarra Antonio, entrevista paralela con Mauricio Cabrera en Colombia en la página de internet de Colombia Analítica,”Emisión monetaria para financiar la deuda pública”

Keynes John Maynard, “Teoría General de la ocupación el interés y el dinero,” Fondo de cultura económica, octava reimpresión, México, 1974.

Lozano Luis Ignacio, “Dinámica y características de la deuda pública en Colombia”, Banco de la república, Cuadernos de economía #211, junio de 2002<sup>1</sup>

Ocampo José Antonio “De Keynes al análisis poskeynesiano” en Economía poskeynesiana, selección del mismo autor, FCE, México, primera edición 1988.  
Robinson Joan, “Hérésies Economiques”, Galvannhy, 1972, France

Portafolio “Comisiones exorbitantes, septiembre 12 de 2002.

“La paradoja de los TES”, noviembre 27 de 2002

Junio24 de 2003. Declaraciones de Clemente del Valle



Steiner Roberto y Salazar,Natalia “Monetización de la deuda: ¿Cómo no se nos había ocurrido antes?”, Fedesarrollo, Coyuntura Económica, diciembre de 2000, Bogotá.

Stiglitz Joseph E, “El malestar en la globalización”, Taurus, Bogotá, 2002

Stiglitz Joseph “Lo que aprendí de la crisis del Asia “, en Lecturas Dominicales, Diario el Tiempo, 24 de agosto de 2001.

Suárez López Gabriel “Los TES una burbuja especulativa” en Portafolio, noviembre 12 de 2002.

Villamizar Helena,”Elementos para el análisis de los programas de ajuste” Cuadernos de Economía volumen XI #16, segundo semestre de 1991, Bogotá, Colombia

Villamizar Helena, “Implicaciones del Déficit fiscal: contradicción de la ortodoxia”, Fedesarrollo, Revista Coyuntura Económica, abril 1985, Bogotá, Colombia..

Villamizar Helena, “La emisión y el déficit fiscal. Elementos para el debate”, Ensayos, Colección Investigaciones #52, CEMLA, México, 1992

Uribe José Darío, El ajuste fiscal y el papel del Banco de la República “, Apartes de la presentación en el Foro Económico Liberal, octubre 31 de 2002.

## ANEXOS

**CUADRO ANEXO 1**  
**VARIACION DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO REAL**  
**1951-2002 (A Precios Constantes de 1975)**

Fin de:	Variación anual %
1951	3.1
1952	6.3
1953	6.1
1954	6.9
1955	3.9
1956	4.1
1957	2.2
1958	2.5
1959	7.2
1960	4.3
1961	5.1
1962	5.4
1963	3.3
1964	6.2
1965	3.6
1966	5.4
1967	4.2
1968	6.1
1969	6.4
1970	6.7
1971	6.0
1972	7.7
1973	6.7
1974	5.7
1975	2.3
1976	4.7
1977	4.2
1978	8.5
1979	5.4
1980	4.1
1981	2.3
1982	0.9
1983	1.6
1984	3.4
1985	3.1

1986	5.8
1987	5.4
1988	4.1
1989	3.4
1990	4.3
1991	2.0
1992	4.0
1993	5.7
1994	5.2
1995	5.2
1996	2.1
1997	3.4
1998	0.6
1999	-4.2
2000	2.7
2001	1.4
2002	1.7

Nota: a partir de 1993 el PIB aparece con base 1994=100

Fuente: Banco de la República, "Principales Indicadores Económicos 1923-1997 y página web

**CUADRO ANEXO 2**  
**TASA DE DESEMPLEO**  
**SIETE PRINCIPALES CIUDADES**  
**Septiembre 1984 a septiembre 2002**

1982	9.5
1983	11.5
1984	13.2
1985	13.9
1986	13.0
1987	11.2
1988	10.2
1989	9.0
1990	10.2
1991	9.8
1992	9.1
1993	7.8
1994	7.6
1995	8.7
1996	11.9
1997	12.1
1998	15.0
1999	20.1
2000	20.5
2001	18.0
2002	18.0

Fuente: Banco de la República, "Principales Indicadores Económicos 1923-1997" e información de su página web

**CUADRO ANEXO 3  
SECTOR PUBLICO  
FINANCIERO 1/  
Superávit (+) déficit (-)  
(Como porcentaje del PIB)**

	Con		Sin		Con		Sin
	Privatizaciones	Privatizaciones	Privatizaciones		Privatizaciones	Privatizaciones	Privatizaciones
1950	0.85	0.00	0.85	1977	-1.82	0.00	-1.82
1951	-0.07	0.00	-0.07	1978	-0.15	0.00	-0.15
1952	-1.35	0.00	-1.35	1979	-1.51	0.00	-1.51
1953	-1.10	0.00	-1.10	1980	-2.31	0.00	-2.31
1954	-0.17	0.00	-0.17	1981	-5.51	0.00	-5.51
1955	-1.22	0.00	-1.22	1982	-5.97	0.00	-5.97
1956	-1.99	0.00	-1.99	1983	-7.45	0.00	-7.45
1957	-3.35	0.00	-3.35	1984	-5.94	0.00	-5.94
1958	-0.29	0.00	-0.29	1985	-5.07	0.00	-5.07
1959	0.04	0.00	0.04	1986	-0.36	0.00	-0.36
1960	0.13	0.00	0.13	1987	-1.74	0.00	-1.74
1961	-1.67	0.00	-1.67	1988	-2.01	0.00	-2.01
1962	-4.16	0.00	-4.16	1989	-2.05	0.00	-2.05
1963	-1.88	0.00	-1.88	1990	-0.59	0.00	-0.59
1964	-2.14	0.00	-2.14	1991	0.03	0.00	0.03
1965	-2.98	0.00	-2.98	1992	-0.22	0.00	-0.22
1966	-0.51	0.00	-0.51	1993	0.25	0.00	0.25
1967	-2.07	0.00	-2.07	1994	2.36	2.24	0.12
1968	-0.70	0.00	-0.70	1995	-0.06	0.25	-0.31
1969	-2.00	0.00	-2.00	1996	-0.87	0.83	-1.70
1970	-2.20	0.00	-2.20	1997	-0.02	3.26	-3.28
1971	-3.00	0.00	-3.00	1998	-3.13	0.53	-3.66
1972	-3.00	0.00	-3.00	1999	-3.81	0.34	-4.15
1973	-2.82	0.00	-2.82	2000	-3.79	0.43	-4.22
1974	-3.15	0.00	-3.15	2001	-4.21	0.10	-4.30
1975	-3.23	0.00	-3.23	2002	-4.64		-4.64
1976	-0.68	0.00	-0.68				

1/ No incluye ajuste por transferencias.

*Económicos 1923 -1992".*

1985 - 1996: Departamento Nacional de Planeación.

A partir de 1997: CONFIS, Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Nota: la cifra para 2002 corresponde a septiembre según datos de la página web del Banco de la República

#### CUADRO ANEXO 4

##### **Cuenta Corriente y Balanza Comercial \*** **(Como porcentaje del PIB)**

	Cuenta Corriente	Balanza comercial
1980	0.3	0.0
1981	-4.1	-3.1
1982	-6.4	-4.6
1983	-6.3	-2.9
1984	-4.7	-0.9
1985	-3.9	0.3
1986	1.1	4.7
1987	0.0	3.4
1988	-0.5	1.8
1989	-0.4	3.2
1990	1.2	4.2
1991	4.9	6.2
1992	1.5	2.2
1993	-3.4	-2.5
1994	-4.5	-2.7
1995	-4.9	-2.8
1996	-4.8	-2.2
1997	-5.4	-2.5
1998	-4.9	-2.5
1999	0.8	2.1
2000	0.8	3.0
2001	-1.7	-1.1
2002	-2.0	-1.4
2003*	-2.1	-1.3

Fuente: Banco de la República- Subgerencia de Estudios Económicos.

\*

Proyección

Nota : las cifras de 2001 a la proyección de 2003 corresponden al Informe del Banco de la República al Congreso marzo de 2003

**CUADRO ANEXO 5**

**Saldos de la deuda pública del gobierno nacional  
Porcentajes con respecto al PIB  
(1923-2000)**

Años	Externa	Interna	Total
1923	3.2	2.7	5.9
1924	2.3	2.0	4.3
1925	1.8	1.4	3.2
1926	1.2	1.0	2.2
1927	3.1	1.0	4.0
1928	4.8	1.1	5.9
1929	5.1	1.3	6.4
1930	7.9	2.4	10.3
1931	9.6	3.4	13.0
1932	10.7	8.4	19.1
1933	11.7	9.5	21.3
1934	10.9	8.3	19.2
1935	14.4	8.0	22.4
1936	12.4	6.9	19.3
1937	13.4	6.5	20.0
1938	11.9	5.3	17.2
1939	11.0	4.7	15.7
1940	8.8	5.5	14.3
1941	9.1	7.4	16.5
1942	8.3	7.0	15.3
1943	6.9	8.4	15.3
1944	5.5	7.9	13.4
1945	4.7	7.5	12.2
1946	3.9	7.4	11.3
1947	3.2	7.1	10.3
1948	2.8	6.7	9.5
1949	2.4	5.7	8.1
1950	1.6	4.0	5.6
1951	1.7	3.3	5.0
1952	1.9	3.2	5.0

Años	Externa	Interna	Total
1962	4.8	7.0	11.8
1963	5.1	6.8	12.0
1964	4.8	6.5	11.3
1965	5.1	7.3	12.4
1966	6.2	7.6	13.8
1967	5.5	7.0	12.5
1968	6.7	6.7	13.3
1969	7.0	6.8	13.9
1970	8.0	6.3	14.4
1971	9.1	5.5	14.6
1972	9.6	5.5	15.0
1973	9.2	4.7	14.0
1974	8.5	5.1	13.6
1975	8.5	3.8	12.3
1976	7.6	3.3	10.9
1977	6.0	2.3	8.4
1978	4.9	1.8	6.7
1979	5.5	1.7	7.2
1980	5.8	1.5	7.3
1981	6.5	1.2	7.7
1982	6.8	1.4	8.1
1983	6.6	2.9	9.5
1984	6.7	6.4	13.2
1985	8.8	7.6	16.4
1986	11.8	7.6	19.3
1987	11.6	6.8	18.5
1988	12.0	5.9	17.9
1989	12.2	4.8	17.0
1990	12.4	4.1	16.5
1991	11.7	3.5	15.2

1953	1.6	3.0	4.7	1992	10.8	5.8	16.6
1954	1.5	3.3	4.8	1993	8.9	5.7	14.6
1955	1.5	2.6	4.0	1994	7.2	5.1	12.3
1956	1.5	2.9	4.4	1995	7.4	6.4	13.8
1957	2.0	2.9	4.9	1996	7.2	7.2	14.4
1958	3.1	2.7	5.8	1997	8.5	9.3	17.8
1959	2.4	2.6	5.1	1998	11.0	11.0	22.0
1960	2.2	2.6	4.8	1999	14.9	14.7	29.6
1961	2.7	3.5	6.2	2000	18.6	20.8	39.3

Fuentes: CGR, Infomes anuales del Contralor General, Dane

Nota: Las Cifras de deuda de fueron revisadas y ajustadas para los años 1986-1996

Fuente: Información suministrada por Alvaro Montenegro

#### CUADRO ANEXO 6

##### INTERESES DE LA DEUDA DEL GOBIERNO NACIONAL Y PIB

Miles de millones de pesos

1990-2002

AÑO	PIB NOMINAL BASE	INTERESES DEUDA INTERNA	INTERESES DEUDA EXTERNA	INTERESES TOTALES
1990	23560.0	65.0	197.3	262.4
1991	30406.9	98.0	267.1	365.1
1992	39035.5	129.1	278.3	407.4
1993	51128.9	243.6	338.7	582.4
1994	67532.9	404.9	375.2	780.2
1995	84439.1	652.7	383.4	1036.1
1996	100711.4	1411.4	467.1	1878.5
1997	121707.5	1811.0	673.5	2484.5
1998	140483.3	3047.7	1042.0	4089.7
1999	151565.0	3466.3	1559.2	5025.5
2000	173729.8	4373.8	2256.4	6630.2
2001	187936.0	4382.6	3114.4	7497.0
2002	202220.0	4281.0	3622.0	7902.0

Fuente: Banco de la República, Estudios Económicos con base en cifras del CONFIS



**CUADRO ANEXO 7**

**INTERESES DE LA DEUDA,  
INGRESOS, PAGOS Y DEFICIT O SUPERAVIT DEL GOBIERNO NACIONAL  
1990-2002  
Miles de millones de pesos**

AÑO	INTERESES DEUDA TOTAL	INGRESOS TOTALES	INGRESOS CORRIENTES	INGRESOS TRIBUTARIOS	PAGOS TOTALES	DEFICIT O SUPERAVIT TOTAL	DEFICIT O SUPERAVIT PRIMARIO
1990	262.4	2088.4	1973.7	1885.9	2225.6	-180.1	82.3
1991	365.1	3164.3	2856.6	2767.9	3049.1	-67.8	297.3
1992	407.4	4207.7	3869.8	3746.9	4155.7	-650.2	-242.8
1993	582.4	5907.6	5263.7	5051.4	6046.3	-376.1	206.3
1994	780.2	7700.5	6861.2	6731.1	8498.3	-927.2	-147.1
1995	1036.1	9599.9	8462.3	8185.1	11290.3	-1862.4	-826.3
1996	1878.5	12140.3	10595.0	10171.7	15363.4	-3642.9	-1764.4
1997	2484.5	15237.5	13642.5	13148.3	19583.7	-4549.2	-2064.7
1998	4089.7	16880.2	15212.2	14825.4	23492.0	-6940.7	-2851.0
1999	5025.5	20164.2	16423.8	16066.7	28153.6	-8868.3	-3842.8
2000	6630.2	23196.7	20126.5	19643.8	32759.4	-10394.8	-3764.5
2001	7497.0	27595.0	25177.0	24802.0	38369.0	-10774.0	-3277.0
2002	7902.0	30344.0	27394.0	27087.0	43192.0	-12848.0	-4946.0

Fuente. Banco de la República, Estudios Económicos con base en cifras del CONFIS

**CUADRO ANEXO 8**  
**AMERICA LATINA Y EL CARIBE .CRECIMIENTO DEL PIB TOTAL**  
**1981-1991**

<b>AMERICA LATINA Y EL CARIBE a)</b>	<b>16.3</b>
<b>PAISES EXPORTADORES DE PETROLEO</b>	<b>19.8</b>
BOLIVIA	2.2
COLOMBIA	<b>46.8</b>
ECUADOR	29
MEXICO	21.9
PERU	-8.8
TRINIDAD Y TOBAGO	-18.9
VENEZUELA	12
<b>PAISES NO EXPORTADORES DE PETROLEO a)</b>	<b>13.7</b>
SUDAMERICA	<b>13.5</b>
ARGENTINA	-7.7
BRASIL	18.1
CHILE	39.3
GUYANA	-28.6
PARAGUAY	40.7
SURINAME	2.1
URUGUAY	2.6
<b>CENTROAMERICA Y EL CARIBE a)</b>	<b>15.9</b>
BAHAMAS	53.3
BARBADOS	8.3
BELICE	40.4
CUBA b)	43.8
HAITI	-3.9
JAMAICA	21.6
PANAMA	11.1
REPUBLICA DOMINICANA	21.7
<b>MERCADO COMUN CENTROAMERICANO</b>	<b>11.6</b>
COSTA RICA	26.2
EL SALVADOR	2
GUATEMALA	12
HONDURAS	26

NICARAGUA	-16
<b>PAISES DE LA OECS c)</b>	<b>68.2</b>
ANTIGUA Y BARBUDA	83.5
DOMINICA	54.3
GRANADA	64.1
SAINT KITS Y NEVIS	74.2
SAN VICENTE Y LAS GRANADINAS	48.6

Fuente: Cepal, sobre la base de cifras oficiales transformadas en dólares a precios constantes de 1980.

a) Excluye Cuba; b) Se refiere al producto social global; c) OECS= Organización de Estados del Caribe Oriental

**CUADRO ANEXO 9**

**CREDITO DEL BANCO DE LA REPUBLICA AL GOBIERNO NACIONAL**

**a precios constantes de 1979**

**Miles de millones de pesos**

AÑOS	CREDITO BRUTO	DISPONIBI- LIDADES	CREDITO NETO	CUENTA ESPECIAL DE CAMBIOS -CEC-	CREDITO BRUTO AJUSTADO POR CEC	CREDITO NETO AJUSTADO POR CEC
1979	6828	14184	-7356	21265	28093	13909
1980	7540	19802	-12262	32576	40116	20314
1981	5705	16078	-10373	56073	61778	45700
1982	20542	5437	15104	79522	100063	94626
1983	44373	10947	33426	91604	135977	125030
1984	90010	9066	80944	79204	169213	160147
1985	89275	15705	73570	64672	153947	138242
1986	96425	48392	48033	50894	147319	98927
1987	87676	36574	51102	40624	128300	91727
1988	77302	39261	38041	31706	109009	69748
1989	61224	29804	31420	34717	95941	66137

Fuente: Banco de la República, "Crédito del Banco de la República al gobierno", Notas Editoriales, Revista Noviembre de 1989.

**CUADRO ANEXO 10**

**CREDITO DEL BANCO DE LA REPUBLICA AL GOBIERNO NACIONAL  
Y SU RELACION CON ALGUNAS VARIABLES MACROECONOMICAS**

AÑOS	CRECIMIENTO REAL DEL CREDITO NETO AJUS POR CEC	SALDO DEL CREDITO NETO AJUSTADO COMO % DEL PIB	FLUJO CREDITO NETO AJUSTADO COMO % DE INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO	FLUJO CREDITO NETO AJUSTADO COMO % DEL CAMBIO EN M1
1979		1.2		
1980	46	1.6	8.8	23.8
1981	125	3.7	30	109.5
1982	107.1	7.5	60.1	172.8
1983	32.1	9.4	42.4	125.6
1984	28.1	11.3	48.2	156.1
1985	-13.7	9.3	5.6	17.7
1986	-28.4	5.9	-9.8	-42.4
1987	-7.3	5.2	6.7	13
1988	-24	3.8	-1	-4.4
1989	-5.2	3.5	5.7	26.4

Fuente: Banco de la República, "Crédito del Banco de la República al gobierno", Notas Editoriales, Revista Noviembre de 1989.